



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 113 celebrada el 13 de septiembre de 2007

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

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

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;
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 señor Presidente señala que al inicio de la Reunión de la tarde informará la fecha en que se realizará la sesión de Política Monetaria del mes de marzo de 2008.

El señor Presidente señala que, como es habitual, se dará inicio a la presentación del informe económico y financiero de la Gerencia de División Estudios, el cual será presentado en la parte internacional, por el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann B. y, en la parte nacional, por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo W.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que los puntos destacados para el escenario internacional son los siguientes: en los mercados financieros internacionales persisten problemas de estrechez de liquidez y condiciones crediticias más ajustadas. Como reflejo de ello se han observado premios realmente altos para la tasa Libor y reiteradas inyecciones de liquidez por parte de bancos centrales de economías desarrolladas. La actividad ha comenzado a desacelerarse y encuestas de expectativas están recogiendo problemas en los mercados financieros. Por su parte, en Estados Unidos de América destaca la debilidad del



BANCO CENTRAL DE CHILE

mercado laboral dada a conocer durante este mes y ajustes del sector inmobiliario que se intensifican. En Japón, por su parte, se ha corregido la cifra de crecimiento a la baja para el segundo trimestre y eso también ha sesgado negativamente la percepción hacia el futuro. Lo anterior ha contribuido a la caída significativa de las tasas largas, esto es, en el último mes, 44 puntos base en Estados Unidos de América; 29 puntos base en la Zona Euro; y, 23 puntos base en Japón.

Asimismo señala el señor Lehmann que la información que se recoge a partir de bancos de inversión, da cuenta que se estaría materializando el riesgo a la baja contemplado en el *IPoM* para la expansión mundial lo que es especialmente significativo para el año 2008. Las perspectivas para la Tasa de Política Monetaria de economías desarrolladas apuntan a una caída al menos de 50 puntos base en Estados Unidos de América hacia el mes de diciembre de 2007, mientras que se diluyen los aumentos que se anticipaban para la Zona Euro durante este año y el próximo.

Por su parte, los precios de los *commodities* no reflejan de manera significativa perspectivas de menor crecimiento que pudiesen estar recogerse a partir de las nuevas proyecciones de bancos de inversión, y contrariamente a eso destacan aumentos de los precios del trigo y del petróleo. Agrega el señor Gerente que en el caso particular del trigo, el aumento ha sido más menos de 30% en los últimos treinta días y 10 %, en el caso del petróleo.

En el caso de la Zona Euro también se observa un aumento importante en la tasa Libor tal como sucede en Estados Unidos de América, fluctuaciones importantes de la tasa interbancaria producto justamente de las inyecciones de liquidez, que han sido incluso más intensas.

Respecto a las tasas de interés de largo plazo, la tasa nominal en Estados Unidos de América se ha mostrado claramente hacia la baja, con una reducción de alrededor de 40 puntos base. La tasa real ha caído de manera relativamente parecida, y de hecho entonces la compensación inflacionaria cae 5 en 5. Es decir, no ha habido noticias por el lado inflacionario sino claramente asociadas a indicadores de actividad fundamentalmente que darían cuenta de una desaceleración importante hacia delante.

En el caso de la Zona Euro y Japón se observa que la tasa en euros y yenes ha estado cayendo. La volatilidad en los mercados ha tenido fluctuaciones y variabilidades, que tendió a reducirse en el margen, pero se mantienen en niveles relativamente altos. La volatilidad que se presenta a partir de los indicadores de bolsa S&P en Estados Unidos y el Bigs muestran la volatilidad que se recoge a partir de las bolsas de economías emergentes.

Respecto a tasas de interés local y premios soberanos, señala el Gerente señor Lehmann que se muestra una gráfica donde se observa la variación respecto al 19 de julio y respecto al 11 de septiembre, hace dos días atrás, donde se observa que las tasas de interés, en general, se han mantenido en los niveles tras el primer ajuste. En Argentina se observa un aumento de 500 puntos base. Indica que en todas estas economías más vulnerables los ajustes son más significativos, dando cuenta que una parte importante de estos países han servido de refugio para los inversionistas.

En referencia a los premios soberanos también se han mantenido en niveles elevados tras los ajustes y destaca especialmente el aumento en el *spread* argentino y en el caso de Chile donde tenemos un aumento relativamente ajustado si se compara con el resto de los países.

En el caso de bolsas y paridades, también los ajustes han persistido. Agrega que las referidas bolsas si bien han tendido a recuperarse en las últimas semanas, los ajustes son significativos respecto al 19 de julio. Indica que son importantes de todas formas, especialmente en países como Nueva Zelanda, Argentina y algunos países de Europa. En el caso de Chile, también el ajuste es a la baja, pero menor en torno a las cifras que se observan en la muestra que se presenta.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 113
Política Monetaria
13.09.2007 3.-

Respecto a paridades, señala el señor Lehmann que también las monedas muestran una situación más depreciada que la existente al 19 de julio del año en curso. Por su parte, para el caso de Chile esa información, probablemente, no recoge las cifras de los últimos días, y probablemente habría bajado.

Respecto a los premios por riesgo en Chile y en México, de manera comparativa, se observa que el *Credit Default Spread*, CDS, que es un *spread* que recoge percepciones de riesgo respecto de la tasa Libor, en cuanto a Chile, se encuentra en torno a 30 puntos base y se ha mantenido bastante estable desde aproximadamente el mes de agosto. El caso del *spread* chileno que es el total, el que incluye bonos de Codelco y bonos de Gobierno se observa que efectivamente ha aumentado y a esta fecha, de acuerdo al EMBI se encuentra en torno a 125 puntos base, aproximadamente. El bono o *spread* de Chile, excluyendo los bonos de Codelco, muestra una caída hacia el final, en torno a algo menos de 90 puntos base.

El Gerente señor Lehmann da cuenta de lo que ha sido la evolución de las tasas de política monetaria en distintas economías, desde junio al 11 de septiembre de este año y adicionalmente, se presenta en primer lugar cuál es la proyección respecto a la tasa de política monetaria a diciembre de este año, versus la proyección que se tenía hace más menos un mes atrás, el 10 de agosto, también a diciembre de este año. Agrega que para estos efectos, se utiliza en el caso de Estados Unidos de América opciones que dan cuenta de cambios en puntos de inflexión, de mejor manera que los futuros. En el caso de Europa se están utilizando futuros, y en general lo que se observa particularmente en las economías desarrolladas, es la existencia de ajustes hacia la baja en las expectativas de tasa de política monetaria.

Respecto a indicadores de actividad, en el caso de Estados Unidos de América se observa que predominan los indicadores más bien débiles, particularmente asociados al sector construcción, inmobiliario, viviendas, permisos de construcción, ventas de casa y otros. Agrega que también se dispone de algunas cifras negativas por el lado del consumo personal nominal, el ISM manufacturero e igualmente, pero más bien vinculado a los mercados financieros, cifras de morosidad en hipotecas que fueron más altas en agosto de lo que se observaba el mes anterior y también, muy importante por los efectos que tuvo en los mercados financieros y en la creación de cuatro mil empleos versus lo esperado que era cien mil y lo anterior que era de sesenta y ocho mil.

En términos de lo que se espera hacia delante se observa que la confianza de los consumidores se ha ido resintiendo, particularmente, en Estados Unidos de América y eso se recoge en indicadores de la Universidad de Michigan que se encuentran algo más adelantados que aquél que establece el *Conference Board*, que tiene una correlación relativamente alta con el consumo personal lo que da cuenta de la posibilidad cierta de que éste tienda a desacelerarse más pronunciadamente durante los próximos trimestres.

Por otra parte, también se observa cómo en distintas situaciones de turbulencia ha reaccionado el Indicador de Confianza de Consumidores, que en algunos casos tiende a retrasar la caída y ello podría anticipar caídas adicionales en el Indicador de Confianza de la Universidad de Michigan y por lo tanto, un resentimiento mayor en el consumo.

Señala el señor Lehmann que respecto a expectativas hacia futuro, se observa la evolución que ha tenido el PIB y hacia delante la proyección basada en *Consensus Economic Forecast* y los bancos de inversión, sugieren un escenario base de expansión, no obstante esto es a partir del Indicador *Wright* de probabilidades de recesión. Agrega que la probabilidad de recesión en Estados Unidos de América se ha incrementado, mirando tres trimestres hacia delante y actualmente se sitúa en torno a 30%. De allí la preocupación de algunos analistas de escenarios que dan cuenta de esta posibilidad.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comenta el señor Lehmann que respecto a presiones inflacionarias, se observa que los costos laborales unitarios, que son variaciones en doce meses están casi en torno al 5%. Sin embargo el dato marginal trimestre a trimestre anualizado está más bien en 1,5% lo que podría dar cuenta que aún la posibilidad de presión inflacionaria se mantiene, no obstante, que las holguras de capacidad todavía están ajustadas y podrían ampliarse en la medida que la economía en Estados Unidos de América se desacelere. Por otra parte, señala que los indicadores de precios se han mantenido relativamente estables. El IPC, que de hecho ha tendido a caer en el margen, presenta variaciones en doce meses, y el *PCE Core* subyacente se mantiene en 1,9%.

Con respecto a la Zona Euro, señala el señor Lehmann que en general los indicadores han estado en línea con lo anticipado. Sin embargo la mayor parte de éstos, incluyendo los reportados en agosto, no recogen aún los indicadores asociados o percepciones asociadas a las turbulencias financieras. Por tanto, probablemente hacia adelante se empiecen a observar indicadores más bien negativos, es decir, noticias que den cuenta de una desaceleración de la actividad. De hecho Alemania ya empieza a recoger justamente eso, a partir del Indicador de Sentimiento Económico. En línea con ello, en términos que la economía europea podría desacelerarse, el dato del segundo trimestre fue más bajo de lo anticipado. El Sentimiento Económico todavía no recoge las turbulencias, pero debería mostrar también una caída hacia adelante y por tanto una desaceleración.

En Japón los indicadores han sido más bien negativos. El PIB del segundo trimestre fue menos 1,2% versus un valor esperado de menos 0,7% y un previo de 0,5%. En consecuencia, los indicadores respecto a Japón son más bien negativos, con una desaceleración en la actividad y también con percepciones de inversión que tiende a desacelerarse.

En cuanto a las proyecciones para el crecimiento mundial, señala que no representan un cambio significativo respecto a *Consensus Economic Forecast*. Para el año 2008 los bancos de inversión observan respecto al escenario que teníamos en el *IPoM* una situación bastante más desacelerada, dos décimas respecto del mundo, y tres décimas ponderado por socios comerciales.

En general, destaca la Zona Euro más desacelerada, con un crecimiento más bajo y también en Estados Unidos de América. Agrega que para tener una mirada más detenida de lo que los bancos de inversión han estado realizando, comenta lo que han hecho *JPMorgan*, *Deutsche Bank*, *Lehmann Brothers* para 2007 y 2008, en donde se observan ajustes más bien negativos, particularmente, *Lehmann Brothers* en el caso de 2007, también *JPMorgan*, especialmente para la Zona Euro y predominan de manera algo más fuerte los ajustes hacia la baja hacia el 2008, tal como estaba anunciado. Indica el señor Lehmann que ello hace prever que el escenario de crecimiento del *IPoM* va a ajustarse más bien hacia la baja y por tanto, se estaría materializando el escenario de menor crecimiento, menor extensión de lo que se observaba en el *IPoM* y que se presentaba de hecho como un riesgo.

El Gerente señor Lehmann señala que respecto a algunos precios de *commodities*, se observa la evolución que ha tenido el precio del petróleo BTI, que está alrededor de US\$ 80. Agrega que tras estos datos se da cuenta de la existencia de un mercado más estrecho lo que se ha reflejado en precios más altos y adicionalmente, ha influido el desarrollo del huracán Humberto que también representa un riesgo para las plataformas petroleras. Señala que probablemente el efecto de este huracán ha sido más importante sobre el precio del petróleo que el de la gasolina, ya que este último en los mercados internacionales subió un 5%, porque tres refinerías debieron cerrar producto de los riesgos asociados a este huracán.

Respecto al precio del trigo señala el señor Lehmann que éste subió un 30%. En el caso del maíz, no ha habido cambios significativos.

Para efectos de proyecciones, señala que la de la Reunión de Política Monetaria de agosto pasada es la misma de septiembre e igual que la del *IPoM*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Vittorio Corbo consulta por qué la prensa ha informado que el *spread* de México está más bajo que el de Chile.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann señala que el *spread* de México que reporta *JPMorgan*, EMBI México, es el que aparece en el gráfico, esto es, 135 puntos base. Dentro del EMBI el 40% de los bonos son PEMEX.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón indica que revisó los comentarios sobre este tema y complementando lo expresado por el señor Ministro de Hacienda en el Diario Financiero, puede concluir que el tema actual es que tener liquidez en el mercado internacional representa un valor. Agrega que dado lo anterior, los inversionistas prefieren adquirir el bono mexicano, que el más conocido vence el año 2017 que es por mil millones de dólares, versus el bono del Gobierno chileno que ya tiene su tiempo, que se transa poco y en general, está en poder de inversionistas locales. Indica que a pesar de estos cambios metodológicos dichos bonos están más o menos a la par. Sin embargo, mirando los créditos que no requieren liquidez, ahí se observa la diferencia de 50 puntos base y en atención a que hay liquidez mundial, cree el señor De Ramón que esa es la verdadera diferencia entre el riesgo de Chile y el de México.

El Consejero señor Manuel Marfán agrega que tiene la impresión que para Chile el verdadero riesgo soberano es Codelco, y que en México se hace una diferencia de riesgo soberano con o sin PEMEX. Es decir, el verdadero riesgo de México debiera ser sin PEMEX, solo para efectos de comparar con índices similares. Comenta el Consejero señor Marfán que desconoce si efectivamente los CDS excluyen o no a las empresas públicas. El Gerente de División Estudios señor Valdés señala que para efectos de aclarar el punto, el CDS es un contrato de crédito, es decir un seguro.

El Vicepresidente señor José De Gregorio consulta, para fines de aclaración cuáles son las características del bono de Codelco respecto al plazo, ya que más allá de que pueda haber o no alguna probabilidad de *default* sería interesante conocer sus modalidades.

El Gerente señor Lehmann señala que actualmente los bonos de Codelco son a más largo plazo que los bonos del Gobierno de Chile. En efecto, el bono chileno de más largo plazo vence en seis años más y por ejemplo recientemente Codelco emitió un bono a diez años.

El Vicepresidente señor José De Gregorio consulta si efectivamente hubiera una brecha muy grande por liquidez entre crédito *default swap*, y los bonos del Tesoro chileno, éstos estarían algo más bajos y sería un buen momento para adquirirlos.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que entiende que los CDS se aplican no solo a los títulos del Tesoro sino que también a las transacciones en general. En consecuencia, una operación con una empresa podría afectarse también, ya que pasa a constituir una especie de garantía. Es decir, si el Estado entra en *default* ello tiene implicancias para las empresas y eso está cubierto como riesgo. Agrega el señor Consejero que desde el punto de vista de las tasas Libor y CDS, éstas reflejan de mejor modo la situación que enfrenta el conjunto de la economía. Indica que la tasa más relevante para las empresas es la tasa Libor, ya que ahí se encuentra la mayor parte de los contratos, de las operaciones y de los créditos de los bancos, de manera que eso es lo que debiera ser observado con mayor detención. Por su parte, la evolución de estos *spreads* depende



BANCO CENTRAL DE CHILE

también, en buena medida, de la tasa de referencia, porque a pesar que la Libor ha subido, no es extraño que una esté bastante plana y que en cambio la otra suba porque la referencia, que es la tasa del Tesoro, ha bajado.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que existe un tema adicional al mencionado por el Gerente señor Lehmann, y es que Codelco emitió hace algún tiempo un bono que todavía no se considera en los cálculos del EMBI en consideración a que demora un tiempo para ello. Agrega que de hecho ni siquiera está el ticket en *Bloomberg* para efectuar un seguimiento, pero todo hace pensar que podría tener un *spread* de 150 puntos base, como el resto de los títulos de Codelco. Por lo tanto, cuando se incluya habrá comunicacionalmente un alza en el *spread* completamente predecible y explicable. Y en consecuencia esto último le parece importante, lo que es labor del Ministerio de Hacienda difundirlo.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que en relación a este tema, cree que se trata del típico caso en que la realidad es más compleja de lo que los medios de prensa pueden asimilar. Agrega que, en su opinión, se presentan cuatro sutilezas que no se han mencionado. Una, es si estas cifras se obtienen con empresas públicas o sin ellas. Dos, el tema de la liquidez, que lo distorsiona todo. Tres, cuál sería la medida correcta, esto es, si es el precio del bono o el precio del CDS; y, cuatro, lo que acaba de señalar el señor Gerente de División Estudios, es decir si es con empresas públicas, la composición relativa entre empresas públicas y las que no lo son, que cambia en el tiempo, y por lo tanto, también se modifican los *spreads*. Agrega que nada de eso está en el debate público que se ha observado. Indica que existe un quinto problema que ni siquiera lo reporta el EMBI, más allá de las complicaciones de si está bien informado o no. Indica el señor Ministro que más allá de reiterar lo que se ha dicho, le parece que todos los que están presentes en esta Sesión podrían ayudar en la docencia respecto a este punto, ya que existe confusión y desinformación.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que si lo que se quiere medir verdaderamente es el riesgo país, lo que más se acerca a ello es el índice CDS, ya que no está influenciado por ninguna de las complejidades que el señor Ministro ha señalado. Por consiguiente, cree que comunicacionalmente o quizás la parte pedagógica que habría que explicar, son más bien todas las diferencias que implican aceptar un indicador y convencer a los analistas, para que éstos ayuden a entender este indicador.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que le parece útil este tipo de análisis, de manera que por transparencia debería estar en la Minuta de la Sesión que se publicará y en los antecedentes de la misma.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García indica que quiere manifestar una opinión algo distinta a lo que ha sido esta discusión. Le parece que si algo revela este episodio es lo complicado que es tratar de sintetizar en una cifra una realidad que es mucho más compleja. Agrega que discutir cuál es el verdadero indicador en este momento, pone al Banco Central de Chile en una disyuntiva comunicacional, que el día de mañana podría perjudicarlo. Señala que más aún también se podría enfatizar que el hecho que México esté con *spreads* tan bajos sería reflejo de que hay una discusión de consolidación fiscal en ese país que es sustancial y eso constituye un reflejo de la realidad. En consecuencia, discutir si el país está en primer o segundo lugar, le da la impresión que mecaniza de alguna manera el tema y no ayuda en la parte educacional, que es justamente por que se tiene finanzas públicas extraordinariamente sólidas y eso se puede medir de diversas formas y el diagnóstico sigue siendo válido.



El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic comenta que el punto que ha planteado el Gerente de División Política Financiera le parece interesante, ya que él quiere hacer el punto "contrario del contrario". Agrega que en línea con lo que señaló el Gerente señor De Ramón y también el Consejero señor Marfán, lo que le preocupa tiene que ver con un tema de liquidez y en ese sentido estima que el indicador más correcto es el *credit default swap*, ya que actualmente el problema de liquidez se concentra y tiene más bien las características de un seguro. El típico indicador de *credit default swap* está medido respecto a la tasa Libor. No es lo que habitualmente se utiliza, y si uno lo convierte respecto a precios, que es el estándar para medir riesgo país, lo que se observa es que al día 11 de septiembre ese índice para Chile, respecto a los Bonos del Tesoro, estaba en 96 puntos base, y en el caso de México, que es la comparación, estaba en 148 puntos base, que constituyen números bastante más en línea con lo que se apreciaba en el pasado cuando no se presentaban los problemas de liquidez que se están observando actualmente.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que una cosa es cómo nos vemos y otra es cómo nos ven los otros, que ojalá coincidieran. Agrega que al final los mercados financieros dependen mucho de la imagen que se proyecte y a lo mejor se podría decir que tenemos las mejores cuentas fiscales del mundo y el ranking número uno de bancos centrales, pero si el mercado piensa que somos riesgosos, eso va a resaltar de todas maneras. Indica el señor Consejero que su impresión es que se necesita un indicador y hacer el seguimiento de cómo nos ven. Por su parte, cree que en la parte pedagógica se sabe que los fundamentales son los que hacen converger esto, en definitiva, a algo común.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés interviene sólo para reafirmar que el CDS constituye actualmente un mejor estándar en el mercado que el EMBI, para seguimiento del riesgo país. Agrega que le asisten dos dudas. Una, si nuestro CDS tiene o no liquidez suficiente porque también podría ser que Chile es tan pequeño que esto sea una punta que no se mueve, simplemente porque no se transa. La otra duda es que para asuntos cambiarios exclusivamente, tiende a pensar que importa más la tasa y ésta se contamina con liquidez, porque los arbitrajes se van a efectuar justamente con *forward*, que están haciendo diferenciales de tasa, y no solo con concepto de riesgo soberano. Entonces, el señor Valdés se pregunta si acaso el riesgo soberano es el mejor indicador, concluyendo que sin duda lo es, pero resulta insuficiente para dar cuenta de las presiones eventuales que se puedan producir en el mercado.

Para enfatizar este punto el señor Ministro de Hacienda señala que las estadísticas no son buenas ni malas. Son buenas para algo y malas para otra cosa y la pregunta que importa es para qué sirven. Agrega, que si existe preocupación por el tipo de cambio, lo que el Gerente de División señor Valdés ha dicho es cierto; y si se está preocupado de la liquidez, lo que el Gerente señor De Ramón ha señalado también es cierto. Sin embargo, lo que él entiende es que el gráfico que se ha presentado y esta discusión tiene que ver con la palabra que se llama riesgo y si el foco es el riesgo, cree que no cabe ninguna duda más allá de la liquidez del CDS, que esto es lo importante. Termina diciendo que las personas que integran esta Reunión se esmeran mucho en que la comunicación de la política monetaria sea precisa y vaya en la línea correcta. Agrega que él comparte ese sesgo, y piensa que es igualmente importante que esmerarse en la comunicación de estas otras dimensiones que hoy se vuelven especialmente visibles.

El Vicepresidente señor José De Gregorio estima que en materia comunicacional hay que ser muy cuidadoso cuando se empieza a subir a estos procesos de cambios de cifras porque se tiene que ser coherente con que en los *IPoM* siempre se muestra el EMBI y de repente, se saca un dato y después saca el otro, y eso cree que resta algo de seriedad. Señala que lo que él diría es simplemente una cosa que es evidente. Si hay una oportunidad en la que se tiene que hablar de riesgo, se debería educar y decir claramente cómo es y cómo son las comparaciones. En todo



BANCO CENTRAL DE CHILE

caso, este gráfico que ha ocupado parte importante de la Reunión de Política Monetaria debiera estar claramente contenido en la Minuta de esta Sesión. Finalmente, agrega el señor Vicepresidente que, en su opinión, este es el paso comunicacional de mayor transparencia sobre el tema.

El Presidente señor Vittorio Corbo comenta que este tema se pondrá en la Minuta de esta Sesión y también se efectuará una revisión de cuáles son los estándares internacionales existentes en esta materia, para que sirva de apoyo cuando se plantee en otra oportunidad.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que también debe incluirse algo de lo señalado en este análisis, en el sentido de tener mayor conocimiento respecto a la profundidad del mercado de los CDS.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta porqué la tasa de interés Libor está subiendo, en circunstancia que las tasas de los instrumentos más seguros debieran caer y subir la de los más riesgosos. Señala el Consejero señor Marfán que esta situación no es producto del *fly to safety* sino más bien de otras explicaciones principalmente de problemas de liquidez.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que, en su opinión, en este tema hay elementos fundamentales, como por ejemplo un aumento de la demanda por liquidez que está siendo satisfecha por los bancos centrales a nivel diario, pero a un plazo algo más largo, que no se satisfacen de la misma manera y ello presiona las tasas. Agrega que esta demanda de liquidez por parte de los bancos y la reticencia de otros a prestar, tiene un aspecto a considerar, que es la percepción de los riesgos de crédito de las contrapartes de los otros bancos, porque tienen carteras que están expuestas en particular a posiciones en instrumentos que han estado castigados y sobre los cuales existen dudas respecto a su recuperación y cuál es la valorización efectiva. También porque esos bancos, aparte del riesgo crediticio, enfrentan riesgos al prestarle a otros. A ellos les aumenta la demanda por liquidez para poder enfrentar necesidades que ya se les han presentado por sus propias exposiciones a estos vehículos especiales de inversión.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala la presión que ha habido por parte del mercado hacia los bancos centrales para que efectúen o implementen política monetaria a plazos más largos que a un día, por ejemplo a tres meses. Agrega que de esta manera la tasa a tres meses eliminaría el riesgo a ese plazo, porque el banco estaría comprometido en inyectar toda la liquidez necesaria para fijarla en el nivel que determine su objetivo.

El Gerente de División señor Jadresic agrega a lo señalado por el Gerente de División señor García, que el Banco Central Europeo ha tenido una reacción en ese sentido, en términos de dar liquidez excepcionalmente en plazos algo más largos. Agrega que no sucede así en el caso de la Reserva Federal de Nueva York. Indica que en el caso del Banco Central Europeo no existe certeza que esa práctica tenga efectivamente un impacto, porque el monto de operaciones en los plazos a tres meses son tan elevadas en el mercado, que cualquiera de éstas es una parte muy pequeña del total.

El Consejero señor Jorge Desormeaux quiere plantear que el escenario de proyecciones que se observa es bastante positivo, virtualmente dos o tres décimas de menor crecimiento, cuando las tasas de crecimiento de los años previos son las más altas en mucho tiempo, lo que constituye un cambio marginal. Pero indudablemente hay un escenario alternativo



BANCO CENTRAL DE CHILE

presentado, y por eso se está en presencia de una especie de escenario bimodal, en que junto a nuestro escenario base coexiste un escenario alternativo más perverso. Agrega que en la próxima reunión, las proyecciones deberían corregirse algo hacia la baja y podría crecer la probabilidad de un escenario que contemple una recesión en los Estados Unidos de América. Agrega que los precios de las viviendas en Estados Unidos de América prácticamente no han caído, pero algunos analistas serios han planteado que los precios de estas podrían bajar hasta en un 50%, de manera que simplemente quiere llamar la atención con respecto a que el actual escenario podría ser desplazado por uno más adverso en el futuro.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en la reunión del BIS del día lunes en la cual también participó el Presidente de la Reserva Federal señor Ben Bernanke, se mencionó que aún es algo prematuro para ver esta situación. En todo caso, lo que se puede observar es que en Estados Unidos de América habrá una revisión a la baja por la construcción, que se está profundizando. Por otra parte, la revisión crediticia se ha ido intensificando y también el hecho de que lo más probable es que hacia el futuro se va a presentar un efecto en el consumo privado de ajuste en el precio de la vivienda.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que comparte lo que se ha señalado. Agrega que le parece que hay que considerar también que un elemento que refuerza este escenario algo más optimista es la situación de los bancos, que sigue siendo relativamente confortable, en el sentido que la liquidez se encuentra en éstos y que el problema se encuentra radicado en otros sectores del mercado. En relación con el tema de la solvencia, que aún en un escenario ultra pesimista en que hubiese que efectuar castigos, el impacto en los bancos no sería más allá de lo que se percibe, no se sabe si es medio o un punto porcentual, en términos de Basilea, lo que permite dimensionar la situación actual con respecto a crisis anteriores, en las cuales los bancos perdieron totalmente sus capitales.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que si bien en este escenario actual existen riesgos, no se puede descartar que esta facilidad de liquidez no pueda estar escondiendo o postergando ajustes de activos mucho más fuertes. Cree que esta rapidez de provisión de liquidez no es menor en términos de lo que ha sido la recuperación de precios de activos, que se ha pensado que hay una percepción de que pueden estar algo sobredimensionados y que esto puede postergar una situación algo más severa. Agrega que en su opinión, se está en un escenario en el cual hay bastantes ajustes y lo que pase en las economías emergentes se observa bastante acotado, pero que todavía no se habría presentado lo peor y, en parte, porque se ha postergado por problemas futuros no menores.

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

El Gerente señor Magendzo señala que en Chile, las expectativas de mercado para el curso de la política monetaria de los próximos meses, siguen mayormente ligadas a la evolución del escenario de inflación. Agrega que respecto de la reunión anterior y luego de la publicación del *IPoM* y de los datos de inflación del mes de agosto, se han reafirmado las expectativas de al menos dos nuevos aumentos de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base antes de fines del año 2007. Para el año 2008, también consideran que se verificaría un aumento adicional de 25 puntos base. Por otra parte, los datos del mes de agosto mostraron que los agregados de crédito y dinero continúan creciendo a tasas altas, mientras las tasas de interés que los bancos cobran en las operaciones al público muestran leves caídas. En el caso de los créditos de consumo se prevén alzas y en los créditos a empresas y de vivienda algo más moderadas. Indica el señor Magendzo que de acuerdo con información definitiva del mes de agosto y preliminar de septiembre, los *spreads*



BANCO CENTRAL DE CHILE

de los bonos corporativos muestran cierta evolución al alza, aunque continúan en niveles comparables con los del período 2004-2006, por tanto, siguen configurando un escenario favorable para su emisión. Agrega que persisten así, condiciones financieras internas que favorecen el crecimiento de la demanda interna, a pesar de las turbulencias externas.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que el tipo de cambio nominal, aunque ha tenido una volatilidad algo mayor que la habitual por las turbulencias en el mercado financiero internacional, se ubica en niveles menores respecto de lo que se observaba al momento de la publicación del *IPoM*, lo que también se aprecia en sus medidas multilaterales. Menciona el señor Gerente, que esta situación se ha intensificado en el últimos dos días, lo que es coherente con expectativas de recortes mayores en las tasas de interés en Estados Unidos de América. Señala que el tipo de cambio real, por su parte, muestra una leve caída de su nivel en los últimos datos, desde casi 95 en el mes de mayo a cerca de 93 en agosto, principalmente vinculada a la mayor inflación interna que se ha observado en los últimos meses.

Hace presente también, que el crecimiento de la actividad y de los indicadores de demanda del mes de julio fue menor que lo observado en meses previos y que lo anticipado en el escenario base del *IPoM*. No obstante, señala que la volatilidad de esta información es alta, especialmente considerando el efecto calendario. Todo ello lleva a que la información del mes de julio no sea suficiente para modificar el escenario base de crecimiento anual incluido en el *IPoM* del mes de septiembre, aunque ratifica la evaluación que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja. Así, los indicadores de actividad y demanda del mes de julio mostraron tasas de crecimiento anual menores que las de meses anteriores, en parte por el desempeño de sectores específicos tales como minería y electricidad, gas y agua, EGA, y por efectos calendario. Agrega que en el mes de julio el Imacec aumentó 4,0% anual, 4,6% corregido por efecto calendario, que constituye el menor crecimiento del año. Indica que el menor número de días hábiles continuará afectando a la actividad en el curso del tercer trimestre, en particular por el feriado que se decretó para el día 17 de septiembre del año en curso.

Señala el señor Madgenzo, que los indicadores de consumo también mostraron en el mes de julio tasas de variación anual menores que las de meses anteriores, tanto en su componente durable como habitual. Agrega que al mismo tiempo, las percepciones de los consumidores siguen deteriorándose, llegando al menor nivel del año. Señala que no obstante, los datos del mes de agosto de las importaciones de bienes de consumo indican un crecimiento significativo en sus valores de un 27%. Por su parte, los indicadores de inversión mantuvieron su dinamismo y los indicadores de edificación, IMACON, permanecieron con un crecimiento anual similar al exhibido en los últimos meses, de 5,4%, mientras las colocaciones hipotecarias siguen dinámicas. La variación anual de las ventas de viviendas nuevas informadas por la Cámara Chilena de la Construcción volvió a ser negativa en el mes de julio, de menos 14,9% y menos 15,6% el mes anterior, con lo cual los meses para agotar stock aumentaron de 17,7% a 18,3%. Por otra parte, en el mes de agosto las importaciones de bienes de capital alcanzaron niveles nominales históricos —según la Compilación de Referencia 2003, CdeR—, llegando a US\$ 638 millones y con tasas de incremento anual del orden de 27%.

Por el lado de la actividad sectorial, el señor Magendzo indica que coherente con el bajo crecimiento del consumo en el mes de julio, se apreció un moderado incremento de la actividad del comercio. A su vez, la industria, afectada en parte por las restricciones de gas natural en la producción de metanol y la menor cantidad de días hábiles, creció a una tasa anual también menor que la de meses anteriores. En la actividad sectorial, también incidieron negativamente los sectores de recursos naturales. Menciona que como ha sido lo habitual durante este año, el valor agregado de la generación eléctrica aportó negativamente al Imacec, a lo que se sumó la caída en la producción minera, determinada en parte por los conflictos laborales de empresas del sector. Por el lado del comercio exterior, a los ya comentados incrementos de las importaciones de bienes de consumo y de capital, se sumó un bajo crecimiento de las exportaciones, especialmente mineras.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por otra parte, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que los datos del mercado laboral del mes de julio continuaron mostrando un crecimiento importante del empleo en términos anuales de 3,2%, con un empleo asalariado que siguió registrando tasas de incremento en torno a 5% anual. Indica que la tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, se ubicó en 6,5%, más 0,3 punto porcentual respecto del mes previo y sigue por debajo de varias estimaciones para su valor, coherente con la estabilidad de precios.

Asimismo, comenta el señor Magendzo que el crecimiento anual y la velocidad de expansión de las distintas medidas de salarios nominales registraron un incremento significativo en el mes de julio. El incremento anual del costo de la mano de obra subió a 5,7%, 4,7% en junio y, el crecimiento del IREM llegó a 8,1% anual, 6,7% en junio, ampliándose la brecha entre ambos. Señala que con un dato adicional no se puede precisar con exactitud cuánto del aumento de los salarios responde a la indización esperable, en atención a los niveles que ha alcanzado la inflación en lo más reciente y cuánto de ello pudiera responder a un traspaso mayor que lo habitual de este mismo fenómeno. Sin embargo, los CLU en el último registro estarían creciendo algo más que la indexación habitual, aunque todavía dentro de rangos coherentes con la meta de inflación. En el caso del los IREM, este crecimiento es mucho mayor.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en el mes de agosto nuevamente se registró un alto incremento mensual de la inflación, destacando, una vez más, el aumento en los precios de los alimentos perecibles y no perecibles. Menciona que el IPC tuvo un incremento mensual de 1,1%, 4,7% anual, mientras los indicadores de inflación subyacente —IPCX e IPCX1— aumentaron 0,8%, 4,2% anual y 0,7%, 5% anual, respectivamente. Agrega que el escenario base del *IPoM* de septiembre incorporaba para el mes de agosto una inflación mensual mayor que las proyecciones de mercado, pero, aun así, algo menor que el dato efectivo. Señala que las velocidades de expansión de los tres indicadores continuaron aumentando, ubicándose sobre 7% en el caso del IPCX1. Asimismo, las medidas de tendencia inflacionaria registraron importantes aumentos, ubicándose sobre 4% anual las medias podadas por subgrupos y por artículos y, en 3,2% la medida que poda los componentes más volátiles. Por su parte, la medición del IPC que excluye los precios de la energía y los alimentos, continúa anotando incrementos anuales inferiores a 2%, mientras que el IPCX1, sin alimentos, creció 2,6% anual, levemente por encima del promedio del año 2006 que fue 2,5%.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las expectativas de inflación de corto plazo del sector privado apuntan a una inflación al mes de diciembre de este año, marginalmente mayor que las proyecciones internas y se mantienen cerca de 3% para el horizonte de largo plazo. Hace presente que según la Encuesta de Expectativas Económicas de septiembre la inflación se ubicaría en 5,7% anual, 4,8% en el mes de agosto. Señala que a un plazo mayor, también alineado con el escenario base del *IPoM*, las expectativas de inflación, incorporando la transitoriedad de los *shocks* de precios actuales, se mantienen en 3,5% y 3% a uno y dos años plazo, respectivamente.

Asimismo, el señor Magendzo señala que por su lado, la encuesta a los operadores de mesas de dinero prevé una inflación a un año de 3,7%, 3,5% en agosto, proyección que a dos años se mantiene en 3,2%, 3,15% en el mes de agosto. Agrega que las medidas indirectas de expectativas de inflación que se derivan de los precios de los activos financieros presentan movimientos mixtos. La compensación inflacionaria de 1 en 1 disminuye, contemplando una inflación de 3,18%, 3,60% en el mes de agosto. Menciona que a mayor plazo, en cambio, muestran aumentos de distinta magnitud. La de 3 en 2 se ubica en 3,71%, 3,43% en agosto y la de 5 en 5 en 3,23%, 3,20% en agosto. No obstante las desviaciones de la inflación respecto de su valor esperado, los niveles de las expectativas no son diferentes a los valores que han alcanzado en períodos de inflación elevada. Finalmente, señala que los indicadores de expectativas de inflación en base a encuestas a consumidores y empresarios, IPEC e IMCE, también presentan alzas en la inflación esperada para los próximos 12 meses.

4
De.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 113
Política Monetaria
13.09.2007 12.-

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

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón señala que existe escasez de dólares spot y ello es producto de dos elementos. Por un lado, las AFP retiraron alrededor de tres mil millones de dólares, situación que en estos momentos ya se detuvo, y por otro lado, indica que ha observado que las líneas con los corresponsales están algo más lentas y más caras, 10 ó 20 puntos más caras. Agrega que lo que ha ocurrido es que los dólares que antes se destinaban para reserva técnica, en esta ocasión se usaron para financiar este tipo de operaciones. En consecuencia, hay un primer efecto importante y es la liquidez local, a la que se ha demandado más dinero para hacer reserva técnica, más pesos y por lo tanto la tasa interbancaria está más ajustada y ha habido más dificultad para anclar la Tasa de Política Monetaria. Este efecto ya se completó y a futuro solamente tiene que mejorar porque la reserva técnica va disminuyendo por la gradualidad.

Señala el señor De Ramón que un segundo efecto que es algo más complejo, lo constituye el aumento de la tasa en dólares local, que en los gráficos que se muestran está en 100 puntos base y que incluso podría llegar hasta 200 puntos base, hasta que les sea conveniente pagar el impuesto de timbres y estampillas y traer los dólares, lo que ha significado es que agentes exportadores medianos que se endeudan en dólares en Chile, están dejando de preferir endeudarse en esa moneda para hacerlo en moneda nacional. En consecuencia, señala el señor De Ramón, se produce una demanda de dinero y, por lo tanto, en las tasas de 3, 6 a 12 meses también se ha percibido una leve alza que se podría profundizar en los próximos días y eso sí podría tener un efecto macro que no se había considerado.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señala que una de las explicaciones respecto al *spread* tiene que ver con que son las AFP las que han estado invirtiendo y demandando dólares spot. Agrega, que ello no tiene efecto en el mercado cambiario porque esos dólares vuelven después al mercado *wall forward*. Sin embargo, esta situación ha presionado las tasas de interés del mercado spot en donde faltan dólares.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta por qué si aumenta la demanda por dólares spot el tipo de cambio está cayendo cuando debiera subir.

El señor Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco comenta que quiere hacer una pregunta de otro modo. Señala que el Gerente de División Operaciones Financieras Esteban Jadresic dio una respuesta en el sentido que antes de la aprobación de la Ley sobre Inversiones de AFP en el exterior todas las salidas de dólares se realizaban con cobertura y lo que ha cambiado es que ahora se pueden realizar operaciones sin ella. En consecuencia, la pregunta es por qué se sigue invirtiendo con cobertura total o muy cercana a ella.

El Gerente de División Operaciones Financieras menciona que la apreciación del tipo de cambio es más reciente. Las AFP empezaron a invertir a contar del 10 de agosto de este año y la apreciación del peso se da en un contexto en el cual el dólar se ha depreciado en los mercados internacionales. Agrega que, con anterioridad, los movimientos de las AFP fueron de montos bastante menores. Indica que el movimiento de las tasas se explica por la escasez de dólares spot. Otra explicación posible es el temor que comentaba el Gerente señor De Ramón sobre el efecto de la situación internacional que dificulta conseguir recursos. Comenta también que para dirimir cuál es la hipótesis relevante, se efectuó un ejercicio de comparar las tasas *offshore* con otros mercados, de lo cual al analizar la situación de Argentina, México y Brasil, se pudo observar que dicha tasa con respecto a la Libor no se incrementa. En su opinión, este ejemplo cuestiona la hipótesis de que el



BANCO CENTRAL DE CHILE

origen del fenómeno tiene que ver con la estrechez de las líneas de crédito en el exterior, que en el caso de Chile sí se produjo por el efecto de las inversiones de las AFP en el exterior. Comenta que este fenómeno podría deberse a una falta de respuesta de la elasticidad de la oferta frente a una mayor demanda puntual que se está produciendo actualmente.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala que, respondiendo a la inquietud del Consejero señor Manuel Marfán, cree que este fenómeno se puede interpretar no como un exceso de demanda en el mercado spot, sino que cómo se oferta el mercado *forward* a tres meses lo que, en su opinión, está afectando el diferencial de tasa. Agrega, que en la liquidez en dólares a un día, posiblemente no se presenta un gran problema. Estima que lo que está sucediendo es que el cambio de portafolio que produjeron las AFP al salir con cobertura, por un monto significativo, sí afectó al mercado a tres meses y eso se ha visto reflejado en esta prima que hace que la paridad de tasa *onshore* versus la *offshore* esté desalineada, pero es un problema no de demanda spot sino que de oferta *forward*.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que correspondería investigar cuáles son las causas que provocaron esta restricción, pero cree que lo que ha quedado de manifiesto es que este mercado tiene fricciones, ya que sustituir dólares generados internamente por fuentes externas no es perfecto porque existen temas regulatorios lo que está explicando este fuerte aumento de los *spreads* en los dólares originados internamente.

También comenta el Consejero señor Marshall que durante un largo período las tasas internas fueron extraordinariamente bajas, porque había una gran liquidez en dólares y, por tanto, quien depositaba dólares en un banco chileno obtenía una rentabilidad muy baja. Agrega, que esta situación se ha revertido bruscamente por causas que hay que investigar y se está en una situación en que las condiciones externas empiezan a prevalecer precisamente cuando las AFP invirtieron y se produjeron algunas turbulencias en el mercado y ello explica el alza de las tasas.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que desea realizar una ecuación bastante simple de paridad cubierta de tasas de interés nacional e internacional, más la diferencia entre el tipo de cambio *forward* y de spot porcentual. En consecuencia, menciona que no se pueden desvincular todas las variables al mismo tiempo, porque están relacionadas entre sí y no se sabe cuál de ellas constituye el ancla. Agrega, que si se observa que existe una gran demanda por dólares spot y eso es lo que está afectando las tasas de interés, se pregunta por qué esta situación no ha afectado el tipo de cambio. Señala que concuerda con el Consejero señor Enrique Marshall, en cuanto que este tema debe seguirse investigando.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic quiere puntualizar que hay que ajustarse simplemente a todas las variables en las ecuaciones de arbitraje. Agrega que el tema es que se sabe que hay un aumento en la tasa dólares relevantes para estos cálculos. Se puede ajustar el tipo de cambio ya sea el spot o *forward* y la tasa de interés nacional que sería la alternativa. Comenta también que, suponiendo que exista algún ajuste vía tipo de cambio, puede ser que esté aumentando el tipo de cambio spot o cayendo el tipo de cambio *forward* lo que permite ajustar al resto de los factores.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que debe considerarse que la base de depósito en dólares en Chile es pequeña en comparación a Argentina y otros países latinoamericanos y, en consecuencia, cualquier impacto repercutirá en esos países que están muy dolarizados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que se continuará investigando este tema y cree que le hace mucha fuerza el comentario del Gerente de Mercados Nacionales señor Beltrán De Ramón, en el sentido que a otros países no les ha afectado. Por consiguiente, podría haber un elemento de cambio que probablemente sorprendió a la banca y cuando se trató de obtener las líneas de créditos correspondientes no era el momento oportuno.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés comenta que resulta difícil acordar la métrica de cómo se ponderan todos los temas financieros. Por un lado, señala que se espera cierta normalización a estas elevadas tasas, y que entonces es normal a un escenario base cierta caída de alguna de estas tasas de crecimiento. También cree que no se está dando un traspaso de una situación internacional de estrechez y evidentemente hay algo que se está produciendo en el mercado local y no parece que hubiera una transmisión de un fenómeno interno.

Por el lado de la construcción, el Consejero señor Enrique Marshall señala que las cifras de ese sector generan algunas preguntas, ya que no son todas coincidentes. Agrega que algunas cifras dan cuenta de que la actividad está creciendo muy rápido. Le parece que cuentas nacionales también tiene cifras de crecimiento entre 9% y 10%; otros indicadores dan cuenta de un crecimiento moderado que pierde dinamismo, del orden de 4%. En consecuencia, cree que este sector, que resulta clave desde el punto de vista de la evolución de la economía, debe ser monitoreado en forma permanente.

El Vicepresidente señor José De Gregorio consulta cómo están los datos de ventas en la construcción. El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que no tiene datos mensuales, sino que trimestrales que presentan un panorama menos dramático que los de la Cámara Chilena de la Construcción. Agrega que las ventas siguen relativamente altas. En cuanto a los permisos de edificación, éstos tienen una revisión muy fuerte después de algunos meses. Por lo tanto, siempre se aprecian caídas de un 40% en el último dato que después se revierten.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, en relación a los permisos de edificación, consulta por qué si existen revisiones *ex post*, es siempre en la misma dirección de los permisos.

El Gerente de División Estudios Rodrigo Valdés señala que los permisos llegan con un desfase y que Cuentas Nacionales efectúa un ajuste para determinar los permisos que llegaron en cada mes.

El señor Ministro señala que si la demora es predecible entiende que la cifra resultante es menor y no mayor. El Gerente de División Estudios Rodrigo Valdés señala que ello no ocurre así, ya que llegan más permisos que los otorgados y, por lo tanto, la cifras de hace tres meses se incrementa en el tiempo y por ello, la primera lectura de estos datos no es la mejor y por eso el Banco efectúa la corrección, pero el INE entrega la cifra que recibe.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, en relación a las ventas de viviendas, señala que es posible considerar que una familia que estaba evaluando la compra de una vivienda, que observa que ha disminuido su presupuesto mensual, porque subieron una serie de otros bienes, posterga su decisión de compra para no comprometer sus ingresos futuros.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 113
Política Monetaria
13.09.2007 15.-

En lo que se refiere a actividad y demanda, el Vicepresidente señor De Gregorio consulta si en la proyección del *IPoM* de septiembre se consideró el día 17 como laboral para el efecto calendario. El señor Rodrigo Valdés señala que efectivamente se consideró como día hábil, ya que la ley que aprobó dicho feriado no se encontraba vigente.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le parece que las proyecciones del *IPoM* se vieron más bien afectadas por las cifras de exportaciones netas que han resultado distintas a lo que se preveía.

Respecto a los salarios, el Vicepresidente señor José De Gregorio comenta que una de las conclusiones que se podría sacar sobre el alza de los salarios es que es una anticipación de lo que vendrá en los próximos meses y esto afecta la proyección del Banco Central de Chile respecto a la inflación de aquí a marzo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que realizó un ejercicio para aclarar si existía alguna correlación de estos datos con la inflación para poder construir a partir de ello una ecuación de salarios. Sin embargo, explico que no fue posible obtenerla.

En cuanto a las medidas de compensación inflacionarias, el Consejero señor Manuel Marfán consulta qué tanto podrían estar afectadas por las turbulencias del mercado, considerando especialmente que están cayendo las tasas de más corto plazo y subiendo las de más largo plazo. Agrega, que estima que ello va contra cualquier intuición de lo que pueda estar ocurriendo.

El Gerente de Política Financiera señor Pablo García señala que aunque las tasas en Chile no han bajado demasiado como sucedió en el exterior, a largo plazo, sí hay una caída después que se conoció la noticia, y si este ruido externo no ha impulsado hacia arriba las tasas de largo plazo, entonces esos riesgos pareciera que no están contaminando las medidas de compensación de inflación.

El señor Esteban Jadresic, sobre el mismo tema, señala que se tiene la sensación que existen medidas de compensación inflacionaria que son más concretas que otras y que entiende que las de *swaps* promedio cámara, que no se obtienen de los bancos, tienen la ventaja de eliminar los efectos de liquidez.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13.50 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 113.

En primer lugar, el señor Presidente comunica que la Reunión de Política Monetaria del mes de marzo de 2008 será el jueves 13 de ese mes.

Asimismo el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, quien ha solicitado efectuar una aclaración respecto de la reunión de mañana.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 113
Política Monetaria
13.09.2007 16.-

Se refiere el Gerente de División señor García respecto a la paradoja comentada por el Consejero señor Manuel Marfán, respecto a que el tipo de cambio se haya apreciado a pesar de que las tasas en dólares en el mercado local hayan estado subiendo. Estima que en la discusión faltó considerar un elemento que permite explicar esa aparente paradoja y es que en realidad el diferencial de tasas a plazos más largos, por ejemplo a diez años en Chile y Estados Unidos, se ha movido en direcciones opuestas al diferencial de tasas a tres meses. Indica el señor Gerente que en Chile las tasas han caído, pero han caído mucho más las tasas a un plazo de 10 años afuera, por lo tanto el diferencial de tasas ha apoyado una apreciación del tipo de cambio y, a horizontes de esa magnitud lo que ocurre a tres meses es irrelevante, es decir, la curva ha tomado una forma un poco anómala a tres meses, pero a largo plazo sí se ha movido en dirección a apoyar un fortalecimiento del peso.

El señor Ministro de Hacienda consulta la razón por la que debería importar ese horizonte y el señor Gerente de División Política Financiera responde que ese diferencial se aplica sobre todo a las trayectorias de tipo de cambio de aquí a diez años. Dicho de otra forma, a tres meses un diferencial de cien puntos base en la tasa será un peso y medio, en cambio cuarenta puntos base a diez años produce un impacto cambiario mucho más grande que el efecto a tres meses.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le hace sentido la explicación del Gerente señor Pablo García, porque hay un punto de partida que es una anomalía en la liquidez a tres meses, que no es chilena, proviene de Estados Unidos y por alguna razón la tasa Libor a tres meses está muy por sobre la Federal Funds Rate, en consecuencia, lo que se está viendo en la *forward* a tres meses es una prolongación de una anomalía que viene de fuera.

A continuación, el Presidente don Vittorio Corbo, solicita al Gerente de División Estudios que presente las Opciones de Política Monetaria.

Expone el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, que en la reunión de política monetaria de agosto, el Consejo acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 5,5% anual, luego de iguales incrementos en los dos meses anteriores. Indica que se estimó necesaria esa decisión para que la inflación proyectada en torno a dos años se mantuviera en 3%, considerando que la información disponible confirmaba un importante dinamismo en el segundo trimestre, la inflación del IPC se elevaba hasta casi 4%, muy por encima de lo proyectado, y las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria estaban algo por sobre 3%. Señala el Gerente de División que se consignó que las expectativas de inflación de corto plazo del sector privado habían aumentado significativamente, aunque las de largo plazo permanecían en torno a 3%. También se consideró que, si bien el escenario externo relevante para la economía chilena continuaba positivo, había mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y condiciones crediticias algo más restrictivas.

Agrega el señor Gerente de División que desde la reunión anterior, período en el que también se publicó el *IPoM* de septiembre, las principales novedades son las siguientes:

- En el lado externo, se han intensificado los problemas en los mercados financieros internacionales, incluyendo condiciones crediticias menos favorables, situación que ha comenzado a mermar las proyecciones de crecimiento del mundo. Esto mismo ha fortalecido las perspectivas de menores tasas de interés de política monetaria en las principales economías desarrolladas, y ha reducido las tasas de interés de largo plazo. El premio soberano de Chile aumentó de manera apreciable el último mes.

49



BANCO CENTRAL DE CHILE

- El precio del cobre ha disminuido algo (hasta US\$ 3,3 - 3,4), evolución coherente con el escenario base, y el del petróleo ha aumentado, ubicándose bastante por encima de lo esperado (hasta cerca de US\$ 80 el barril). Indica que el precio del trigo ha continuado aumentando de manera significativa. Sorprendentemente, las turbulencias financieras y riesgos asociados no parecen estar teniendo mayores efectos sobre el precio de los principales productos primarios.
- En el mercado financiero interno, se han asentado expectativas de un par de alzas en la Tasa de Política Monetaria en lo que resta de este año. Señala que el nivel de las tasas de interés de mediano y largo plazo de los documentos del Banco Central de Chile, las tasas de interés de colocaciones, el crecimiento del crédito y de los agregados monetarios dan cuenta de condiciones financieras que siguen apoyando el crecimiento de la demanda interna. El tipo de cambio mostró una volatilidad algo mayor durante el mes pasado, y en los últimos días tuvo una reducción más notoria, hasta \$ 516 (menos de 1% desde la última reunión, si se consideran los últimos tres días hábiles). El TCM mostró una disminución algo mayor.
- El crecimiento de la actividad en julio fue de 4%, afectada por el efecto calendario y el desempeño de los sectores minería y EGA. Más allá de sus efectos directos sobre la actividad del trimestre, las cifras son insuficientes para modificar el escenario base del *IPoM*. Manifiesta el señor Gerente de División que continúa así la evaluación que el nivel del PIB sin Recursos Naturales sería similar a su tendencia y hacia delante crecería a un ritmo similar al de tendencia.
- Indica que en agosto, la inflación volvió a ser elevada y mayor que la proyectada, también por aumentos inesperados de los precios de algunos alimentos, en especial de los perecibles. Respecto del *IPoM*, las sorpresas fueron menores y se concentraron en alimentos perecibles y gasolina. El panorama de inflación de corto plazo se corrige algo al alza y se ubica marginalmente por encima del proyectado en el escenario base del *IPoM*, liderado por el mayor precio de los combustibles. Las medidas alternativas de tendencia inflacionaria volvieron a aumentar y algunas se ubican hoy en torno a 4%.
- Los indicadores salariales tuvieron una aceleración importante el último mes, mientras la discrepancia entre CMO e IREM se acentuó. Aunque cabía esperar un mayor crecimiento de los salarios nominales por los efectos habituales de la indexación salarial a la inflación pasada, el panorama relativamente benigno por el lado de los costos laborales estaría quedando atrás.
- Los indicadores de expectativas de inflación del sector privado son coherentes con el escenario de inflación descrito en el *IPoM*. Esto es, inflación anual elevada en el corto plazo y no muy distinta de 3% a plazos largos.

El Gerente de División Estudios agrega que con los antecedentes acumulados en el último mes, y considerando la reciente publicación y presentación del *IPoM* de septiembre, es difícil argumentar a favor de una opción diferente a la de aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base para la reunión de hoy.

Señala el señor Rodrigo Valdés que en el *IPoM* recién presentado, el Consejo comunicó que en el escenario más probable sería necesario aumentar la tasa de política monetaria en los meses siguientes. Detrás de ello está la evaluación que en el cuadro actual de brechas y tendencia inflacionaria es necesario reducir el estímulo que provee la política monetaria, de manera que la inflación proyectada a dos años se mantenga en 3%. Indica que este ajuste permite también moderar los riesgos de efectos de segunda vuelta de los fuertes *shocks* de precios específicos de los últimos meses, *shocks* que además inciden en que la inflación actual esté muy por encima de la meta. Asimismo, y como referencia, las proyecciones identificadas como escenario base incluían como supuesto de trabajo aumentos de la tasa de política monetaria que en esta ocasión resultan similares a las expectativas de mercado e incluyen un par de aumentos de la tasa de política monetaria en un plazo relativamente cercano.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comenta el señor Gerente de División que los antecedentes acumulados desde el cierre del *IPoM* no modifican el escenario base o los riesgos asociados a éste, descritos en el Informe. Las cifras de actividad y demanda interna son mixtas, sin una implicancia evidente para las proyecciones. Las mayores noticias a la baja se concentran en el sector de recursos naturales, menos relevante desde el punto de vista de las presiones inflacionarias. De igual manera, algunos indicadores que han resultado más débiles, como las ventas de viviendas y el desempeño del comercio, se contraponen con otros más dinámicos, como las importaciones de bienes de consumo y de capital. En el lado de la inflación, hay novedades en el precio del petróleo que hacen prever un curso para los próximos meses marginalmente por encima del considerado en el *IPoM*.

A pesar de lo anterior, señala el señor Gerente de División se podría justificar mantener la tasa de política monetaria hoy si se estimara que, junto al deterioro en el margen del escenario internacional, los riesgos a la baja se han exacerbado de manera considerable, con posibles implicancias de primer orden sobre las brechas esperadas en Chile. La mantención, en este sentido, sería una acción preventiva ante un riesgo mayor. Sin embargo, hasta la fecha las proyecciones de crecimiento que hacen los bancos de inversión han sufrido variaciones acotadas, mientras que, sorprendentemente, el precio de los principales bienes primarios no ha disminuido e incluso ha aumentado en algunos casos. Es evidente que el sesgo de las proyecciones de crecimiento mundial del escenario base del *IPoM* es a la baja, pero no está claro de cuánto será la corrección final. Además, no se puede descartar que un deterioro externo venga acompañado de un empeoramiento de las condiciones financieras relevantes para Chile y un movimiento cambiario que atenúe los efectos deflacionarios de una actividad más débil. Finalmente, indica que no hay evidencia clara que la situación financiera global esté afectando las condiciones crediticias internas en Chile, y de esa manera, a la demanda interna. Más allá del leve aumento del premio por riesgo país implícito en las tasas de los bonos soberanos y de una mayor tasa de interés en dólares *onshore*, la que podría explicarse por otros factores, los agregados monetarios y crediticios se siguen expandiendo, ha habido colocaciones de bonos y los *spreads* corporativos han aumentado solo levemente y se mantienen bajos.

En el extremo opuesto, y como se ha planteado en las últimas reuniones, se podría argumentar a favor de un aumento de la tasa de política monetaria de 50 puntos base, considerando que la inflación anual está en la actualidad muy por encima de la meta y hay riesgos que, en un escenario de holguras reducidas, se materialicen efectos de segunda vuelta por encima de los proyectados en el escenario central, postergando el regreso de la inflación a 3% e incluso afectando las expectativas de inflación a plazos mayores. De hecho, como se analizó en el *IPoM*, la preocupación por la inflación que muestran las encuestas de expectativas de consumidores y empresas da cuenta de este riesgo, lo cual se ha exacerbado en el último dato. En este cuadro, señala que un ajuste mayor de 25 puntos base podría enviar una señal más decidida de compromiso con la estabilidad de precios, en particular cuando el mercado espera mayoritariamente un aumento de 25 puntos base. Sin embargo, un aumento de la tasa de política monetaria de magnitud inusual cuando las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen en torno a 3% no parece necesaria. Más aún, podría ser contradictoria con las decisiones de política de los últimos meses, considerando que se enfrentaba un escenario macroeconómico parecido al de hoy, la tasa de política monetaria era menor y se decidieron aumentos de 25 puntos base cada vez. Asimismo, un aumento de 50 puntos base también arriesga ser poco coherente con la propia presentación del *IPoM*, que consignó que el Banco Central de Chile trataría de evitar acciones que pudieran arriesgar una sobre-reacción. Por último, cabe señalar que la situación financiera internacional pone una fuerte nota de cautela respecto de la conveniencia de un alza de tasas agresiva.

En suma, señala el Gerente de División la opción de aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base es la más coherente con el *IPoM* recién presentado. Además, desde el punto de vista de la implementación, no debería generar mayores sobresaltos porque es un ajuste ampliamente esperado.

-4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Finalmente, menciona el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés que dada una decisión sobre el nivel de la Tasa de Política Monetaria, cabe evaluar la conveniencia de moderar o no el sesgo que ha tenido el comunicado en los últimos dos meses. Por un lado, mantener el mismo sesgo da continuidad y consolidaría expectativas de alzas adicionales. En principio, además, los principales argumentos que motivaron este sesgo siguen presentes —brechas agotadas, inflación elevada y tasa de política monetaria expansiva. Por otro lado, sin embargo, mantener la misma comunicación puede entenderse como que lo más probable sea un nuevo aumento *consecutivo* de la tasa de política monetaria, algo que podría resultar un poco agresivo en el escenario central, dado que ya se acumularían cuatro alzas consecutivas. Señala el señor Rodrigo Valdés que incluso, un sesgo muy evidente puede resultar indeseado ex post si el escenario externo se deteriora de manera significativa.

El Presidente señor Vittorio Corbo, ofrece la palabra a los asistentes para comentarios.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel comenta que en escasas oportunidades durante los últimos años se ha conjugado un número tan elevado como significativo de eventos sorpresivos, con implicancias opuestas para la política monetaria, como los que se observan en los últimos meses, incluyendo el período desde la última Reunión de Política Monetaria. Señala que de estos eventos cabe destacar, en primer lugar, la crisis *subprime*, en pleno desarrollo, con repercusiones severas observadas en los mercados de activos securitizados y de préstamos interbancarios overnight y hasta tres meses. Indica que las grandes turbulencias asociadas a ellas han elevado la probabilidad de una recesión futura en los Estados Unidos, y de una caída en el crecimiento mundial futuro. Agrega el señor Gerente que ello ya se ha manifestado en la corrección de 0,3%, desde 4,2% a 3,9%, en la proyección de crecimiento futuro 2008 de nuestros socios comerciales, verificada desde el cierre estadístico del *IPoM* recién publicado.

Menciona el señor Schmidt-Hebbel que con las correspondientes implicancias para la economía chilena, la *skewness*, riesgos hacia abajo, de la distribución de las proyecciones de crecimiento de Chile en 2008-2009 se ha intensificado. Si a eso se agrega la leve, pero negativa corrección hacia abajo en la proyección del crecimiento del PIB para este año 2007, verificada entre el *IPoM* y ahora, se está ante un escenario de menor crecimiento probable y bastante mayor riesgo asociado a éste. Vale decir, indica el señor Gerente, es un escenario clásico de mayor incertidumbre respecto de las novedades últimas, que justificaría acumular más información antes de cambiar la tasa de política.

Agrega el señor Gerente que contra esta opción y a favor de la opción de elevar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, se pueden presentar tres consideraciones. Primero, el significativo contraste que se observa aún entre una brecha negativa y considerable, de unos 75 puntos base, entre la Tasa de Política Monetaria actual y el nivel de la Tasa de Política Monetaria neutral para el horizonte de política, por una parte, y la brecha de producto que es cero ahora y se proyecta en torno a 1% hacia los 24 meses, por la otra. Segundo, la leve desviación de la compensación inflacionaria por encima de 3% en un plazo en la madurez de 1 en 1. Indica que, aunque está lejos de representar un desanclaje de expectativas, incluso ha bajado significativamente en el último mes, a sólo 3,18%. Ahora, este premio de mercado es condicional a la expectativa privada de tres alzas de tasas más, hasta llegar a aproximadamente 6,3% a fines del 2008, que en esta ocasión coincide exactamente con nuestro supuesto de Tasa de Política Monetaria neutral. Como tercer punto señala que *noblesse oblige* en general, y ahora el *IPoM* obliga en particular. En menor medida, también obliga el fuerte sesgo al alza en el comunicado de la Reunión de Política Monetaria anterior. Indica el señor Gerente que todo ello se refleja en la expectativa privada casi unánime de un alza de Tasa de Política Monetaria en esta reunión. Agrega que como ciertamente el escenario base no ha cambiado significativamente desde una semana atrás, sería muy difícil para el Banco justificar una acción de política muy distinta a la sugerida en dicho Informe.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 113
Política Monetaria
13.09.2007 20.-

Señala el señor Gerente que no menciona un cuarto factor y que son las continuadas sorpresas inflacionarias, incluso en lo más reciente, en los precios de alimentos y de energía, porque no tienen *ceteris paribus*, implicancias obvias o no ambiguas para la política monetaria orientada al horizonte en torno a 2 años.

Por lo tanto, añade el Gerente de Investigación Económica señor Schmidt-Hebbel, que en concordancia con el *IPoM* y el sesgo de la decisión de la política monetaria anterior, recomienda subir la tasa en 25 puntos base. Al mismo tiempo, sugiere no indicar sesgo alguno en el comunicado de la reunión, en atención a la corrección del escenario de crecimiento mundial y el significativo incremento en la incertidumbre financiera y real internacional observado desde la reunión anterior. La ausencia de sesgo ampliaría los grados de libertad para tomar las siguientes decisiones de política monetaria, a la luz de los nuevos desarrollos mundiales y domésticos, que están en plena evolución.

El Gerente de la División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic indica que comparte la recomendación de la Gerencia de División Estudios de aumentar en 25% la Tasa de Política Monetaria, y también el juicio que es difícil justificar algo diferente. Estima que el verdadero tema tiene que ver con la conveniencia de moderar el sesgo que ha tenido el comunicado estos últimos dos meses, como lo plantea el último punto de las opciones. En ese sentido quiere recomendar la propuesta de moderar, o incluso como lo ha propuesto el Gerente de Investigación Económica señor Schmidt-Hebbel, delimitar dicho sesgo para el comunicado con el objeto de dar mayor flexibilidad para poder reaccionar a las circunstancias.

Menciona el Gerente de División señor Jadresic, que le parece claro que el escenario de riesgo de una economía mundial creciendo más lentamente se ha acentuado. Lo anterior ya estaba señalado en el *IPoM* y le parece cierto que, aunque no se puede descartar totalmente que un escenario de ese tipo traiga consigo turbulencias financieras con consecuencias adversas en las condiciones financieras de la economía local, la realidad es que ello hasta ahora no se ha visto. Incluso se ha observado que el tipo de cambio bilateral en pesos, bilateral respecto al dólar, se ha apreciado y, más en general, que la economía y los mercados locales están soportando muy bien todos estos problemas financieros originados principalmente en Estados Unidos. Señala el señor Jadresic que, incluso los dos datos que se citan en la minuta de opciones para calificar ello, que son el aumento del premio por riesgo y el aumento de la tasa en dólares *onshore*, difícilmente reflejan dificultades relevantes, por cuanto en el caso del aumento de premio por riesgo, ello más que se compensa por la disminución en la tasa de referencia de la tasa de los bonos del Tesoro Americano, de tal manera que el costo financiero total ha caído en este tiempo, lo que es coherente también con la caída de las tasas internas de largo plazo observadas en este tiempo.

En el caso de la tasa en dólares *onshore*, indica el señor Gerente de División que considera que se relaciona más con la salida de las AFP para aprovechar el cambio de los límites de inversión en el exterior, en un contexto que falta integración en el mercado financiero en el exterior, y también un contexto de menor liquidez internacional. Agrega que una buena prueba de ello es algo que se habló en la mañana, y que se refiere al hecho que en países como México, Brasil, Argentina, no se ha visto hasta hora al menos, un aumento en estas tasas, en estos *spreads* de las tasas *onshore* respecto a la Libor, y se tiene entonces una explicación que parece ser alternativa, que es la de la salida de las AFP. O sea, en este contexto, estima que dado que el escenario de riesgo principal es el de una menor actividad internacional sin efectos financieros relevantes, entonces la opción de esperar toma mayor valor, tanto porque se sabe que en las próximas semanas probablemente se va a tener antecedentes relevantes de cómo evolucionan los mercados financieros internacionales; se va a conocer mejor cuáles han sido los efectos en instituciones financieras particulares; también las reacciones de los Bancos Centrales; y, en particular, se va a ver las revisiones en las proyecciones de crecimiento en Estados Unidos y en el resto del mundo. Por



BANCO CENTRAL DE CHILE

otra parte, agrega el Gerente señor Jadresic, que también esto da algo de tiempo para ver qué pasa internamente con los precios que han sorprendido últimamente al alza, que han generado este *shock* inflacionario, y también se tiene algo que ganar por ese lado en términos de esperar a conocer mayor información.

El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García menciona que si se tomaran solamente las noticias del último tiempo, éstas claramente apuntan hacia una trayectoria de Tasa de Política Monetaria que puede ser más suave que la que se evaluaba hace un tiempo atrás. En particular, señala el señor Gerente, que se ha destacado la cambiante situación internacional con significativo riesgo a la baja del crecimiento y las posibilidades de turbulencias financieras más graves de las que se han visto hasta ahora. En segundo término, hace presente el suavizamiento del crecimiento local y la apreciación cambiaria que estima compensan lo que se está viendo por el lado salarial que se había anticipado. Sin embargo, indica el señor Gerente de División que hay un hecho que también se ha destacado anteriormente y que es el estar constreñidos en un sentido positivo por la comunicación de las últimas medidas y por el Informe de Política Monetaria, ya que el instrumental monetario depende básicamente de las percepciones de persistencia de las decisiones que se toman. Por lo tanto, considera importante preservar ese activo y estima que en la actualidad es recomendable validar esas expectativas que están hoy en el mercado e implícitas en la comunicación del Informe de Política Monetaria y en la última Reunión de Política Monetaria con un aumento de la tasa de 25 puntos base.

Menciona el Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, que concuerda con lo que se ha manifestado en esta reunión en el sentido de suavizar el sesgo implícito hacia adelante, dadas las grandes dudas que existen respecto a lo que pasa con el sistema financiero global. Agrega que en el corto plazo se va a tener más antecedentes y se verá cómo evoluciona la situación financiera de los principales bancos en el exterior, lo que dará una señal respecto a la posibilidad que se tenga a futuro una situación más complicada que la que se ha visto hasta ahora.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco estima que las novedades de un mes a esta parte se resumen en dos palabras: riesgo e incertidumbre, tanto en el escenario externo como en el interno. En el escenario externo menciona que se enfrenta una situación más delicada, ya que el valor esperado de crecimiento en el mundo es más bajo hoy que hace un mes y en cuanto a que la dispersión de posibles resultados en torno a ese valor esperado es mucho más alta.

En el ámbito interno considera el señor Ministro que ocurre algo similar. Comenta que mientras escuchaba las presentaciones hizo una lista de al menos diez factores que se presentaron tanto en la economía internacional como nacional que hoy día aparecen algo más inciertos que hace un tiempo atrás. Menciona por ejemplo lo que ocurre con el sector energía, tanto por los precios externos como por el valor agregado interno; con la producción minera, acerca de la cual hay muchas dudas; el sector construcción en el que hay indicadores aparentemente contradictorios; en el consumo, sector en el cual las cifras de consumo son buenas, pero la opinión de los consumidores es negativa y ambas líneas parecen estarse cruzando; también menciona que hay bastantes dudas respecto a la persistencia de algunos *shocks* inflacionarios, tanto externos como internos. En suma, concluye el señor Ministro, hay mayores riesgos externos, incertidumbres importantes internamente en las variables intermedias y exógenas todo lo cual se traduce, a su juicio, en lo que muy bien mencionó el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, una situación en la cual los riesgos para el crecimiento del PIB son sustancialmente más altos y con un sesgo a la baja en relación a lo que se tenía hace un mes, lo que es cierto tanto para 2008 como también para 2007.

Estima el señor Ministro que lo anterior no se ha dicho suficientemente en esta reunión y le gustaría recalcarlo. Indica que hay algo paradójico que no termina de entender respecto a la baja importante de las proyecciones para el tercer trimestre y a la mantención sin alteración

4
DR.



BANCO CENTRAL DE CHILE

alguna de las proyecciones del cuarto trimestre. Comenta que dada la persistencia que suelen tener estos desarrollos no sería raro que se tenga en algún momento una corrección a la baja para los datos del cuarto trimestre y si a eso se añade lo que ha mencionado anteriormente, ciertamente se está ante un escenario donde los sesgos implícitos van claramente a la baja. Comenta que la implicancia de lo anterior para la decisión que será adoptada en esta reunión respecto a la tasa de interés, con el debido respeto que le merecen los procedimientos del Banco, tiene estrecha relación con lo que se adoptó con el *IPom*, y sería inusual que la decisión que se tome hoy no fuese coherente con lo que se dijo hace una semana atrás, por lo tanto, da como un hecho que habrá un incremento en la Tasa de Política Monetaria.

Por lo anterior, estima el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, que el asunto central a discutir tiene que ver con lo que se comunica. Considera importante que se comunique que la decisión que se tome hoy ya incorpora ciertos *shocks* adicionales a los precios, que no estaban presentes en el *IPoM*, en especial los combustibles. Señala además que le parece crucial que la percepción de mayores riesgos se comunique en un cambio del sesgo, de un sesgo al alza a un sesgo neutral, puesto que dada las descomunales incertidumbres que se enfrentan, continuar con un comunicado que dé un sesgo al alza, dada la probabilidad de que se enfrente un escenario más depresivo externa e internamente a futuro podría requerir más adelante un cambio de giro en la postura del Banco, lo que considera que no es lo que se debe comunicar hoy.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la intervención del Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco y ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* el material preparado para esta reunión. Indica el señor Consejero que las noticias recibidas con posterioridad al *IPoM* de este mes no cambian el panorama general delineado en dicho informe, si bien algunos riesgos se han intensificado y por tanto deberán ser seguidos con atención hacia delante. Comenta que en el frente externo, los mercados financieros internacionales siguen exhibiendo restricciones de liquidez y estrechez en la provisión del crédito, especialmente en determinados segmentos. Agrega que persiste, además, una alta incertidumbre en la valoración de algunos títulos financieros. Menciona también que la actividad real, que hasta ahora no parecía mayormente afectada, ha comenzado a entregar señales de desaceleración en los países desarrollados, lo que ha llevado a revisar las proyecciones de crecimiento para el 2008.

Señala el señor Consejero que el deterioro del sector inmobiliario en los Estados Unidos sigue presente y sus efectos macroeconómicos, tanto para la economía norteamericana, como para el resto del mundo, todavía son difíciles de dimensionar con precisión. Concordante con lo anterior, indica que las tasas largas en los países desarrollados han disminuido y las expectativas de movimientos en las tasas de política se han ajustado hacia abajo.

Para las economías emergentes, indica el señor Consejero, las condiciones financieras siguen mostrando un deterioro respecto de niveles previos. Las primas por riesgo soberano han subido en forma generalizada, pero afectando con mayor intensidad a los países que presentan mayor vulnerabilidad financiera. Agrega que todo indica que la volatilidad en los mercados financieros permanecerá por un tiempo prolongado.

Por otra parte, menciona el Consejero señor Marshall que los precios de los productos básicos no se han visto afectados en forma significativa por los cambios en el escenario macro global, y siguen altos. Señala que el petróleo ha vuelto a subir, alcanzando niveles históricamente elevados.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 113
Política Monetaria
13.09.2007 23.-

En el frente interno, comenta el señor Consejero que la principal noticia la ha deparado la inflación, con registros por sobre los esperados con anterioridad. Indica que los agregados monetarios y crediticios mantienen tasas de crecimiento elevadas y por su parte, las tasas de interés cobradas a las personas y empresas exhiben ajustes más bien menores.

Agrega el Consejero señor Enrique Marshall que los rendimientos de los títulos de largo plazo muestran una reducción respecto de la última reunión, siguiendo la tendencia observada en las economías desarrolladas. Sin embargo, indica que esta tendencia se ha revertido en lo más reciente, especialmente para los títulos en pesos, debido a los registros de inflación del último mes. Menciona también que el tipo de cambio nominal ha disminuido respecto del nivel que tenía en la última reunión de política monetaria.

Señala también que la demanda se expande apoyada por el sostenido crecimiento del consumo y la aceleración de la inversión, en tanto que la actividad crece algo por sobre su nivel de tendencia. Indica que si bien las cifras muestran alguna volatilidad, ésta se asocia más con el PIB de Recursos Naturales que con el PIB resto, que muestra una evolución relativamente sólida y bastante más estable.

Por su parte, agrega el señor Consejero, el empleo total sigue creciendo en forma apreciable y la tasa de desocupación, si bien revierte la tendencia descendente observada en meses anteriores, se mantiene en niveles bajos. Agrega que los salarios, que venían creciendo en forma acotada, mostraron una significativa aceleración en el último mes, lo que debe ser monitoreado hacia delante con atención, por sus implicancias para la inflación proyectada.

Menciona el señor Consejero que la inflación volvió a sorprender al alza, con lo cual la tasa de variación anual ha sobrepasado el rango de tolerancia. Estima que esta mayor inflación sigue respondiendo fundamentalmente a *shocks* en los precios de los alimentos y la energía. Señala que si éstos últimos se excluyen de los cálculos, la variación para los restantes componentes del IPC resulta bastante moderada y estable. En este marco, agrega el señor Consejero, las proyecciones de inflación han subido en forma considerable, especialmente para los plazos más cortos, indicando que la inflación efectiva permanecerá por sobre el rango de tolerancia por varios trimestres.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que las expectativas de mercado también se han ajustado hacia arriba en forma significativa, lo que es usual en estos episodios de alta inflación. No obstante ello, las expectativas para los plazos más largos se ubican bastante más cerca de la meta de inflación. Indica que en este contexto, el mercado espera nuevos ajustes en la Tasa de Política Monetaria en el curso de los próximos meses. Señala que tanto los precios de los activos como las encuestas, sugieren dos alzas de 25 puntos base cada una en lo que resta del año. Además, agrega que el mercado espera mayoritariamente que una de estas alzas se produzca en esta reunión.

Menciona el señor Consejero que todos estos antecedentes tienden a confirmar en lo fundamental el escenario base presentado en el último *IPoM*. En consecuencia, la decisión de esta reunión debería estar alineada con las orientaciones entregadas en dicho Informe, en el que se señaló que el Consejo estimaba que en el escenario más probable, sería necesario continuar aumentando la Tasa de Política Monetaria en los próximos meses para cumplir con la meta de inflación. Agrega que esto resulta particularmente importante, considerando la necesidad de preservar y fortalecer la credibilidad en la conducción de la política monetaria en un contexto de fuertes *shocks* de precios y de reducidas holguras de capacidad.

Menciona que tanto la opción de mantener la tasa, como la de subirla en más de 25 puntos base, implicarían, en su opinión, apartarse en mayor o menor medida de los mensajes entregados en el último *IPoM*, lo que no le parece adecuado ni prudente. Por lo demás, estima que ninguna de estas opciones aparece avalada por las expectativas del mercado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 113
Política Monetaria
13.09.2007 24.-

No obstante lo anterior, señala el Consejero señor Enrique Marshall, que la evolución del frente externo después del *IPoM* ha significado que algunos riesgos aumenten su probabilidad de ocurrencia y otros comiencen ya a materializarse. Por ello, le parece que el comunicado debe dejar bastante abiertas las opciones de política hacia delante, para poder reaccionar ante cambios significativos en el entorno macro. También le parece particularmente importante comunicar que se seguirá con atención los desarrollos en los mercados financieros internacionales y, en general, la evolución de la economía global.

Por todo lo señalado, indica que su voto es por subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, hasta 5,75%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que como siempre agradece el análisis del *staff*. Indica que en esta oportunidad el Banco se benefició con la cercanía de la entrega del último *IPoM*, y su análisis se centrará en las eventuales desviaciones, respecto de ese Informe y no, como es habitual, respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior.

En lo esencial, menciona el Consejero señor Marfán, el escenario base sigue siendo el más probable. Indica que la inflación de agosto fue solo marginalmente superior a la prevista en el *IPoM*, con sorpresas menores en perecibles y combustibles. Señala que el bajo IMACEC de julio, en tanto, tiene una explicación casuística por efecto calendario, electricidad, gas y agua y minería, y no hay un trasfondo macroeconómico preocupante, pero aún manteniendo el escenario base, la probabilidad de ocurrencia de escenarios de riesgo alternativos ha cambiado y ha cambiado más.

En primer lugar, menciona el señor Consejero que los bancos de inversión ya están revisando a la baja, aunque marginalmente, sus proyecciones de crecimiento mundial; en segundo lugar, la discusión internacional actual se centra en que el ajuste de las turbulencias financieras puede ser más prolongado de lo previsto; como tercer punto indica que la *forward* de la tasa de política monetaria en los Estados Unidos tiene un sesgo a la baja claramente más pronunciado, especialmente para el próximo año; como cuarto punto menciona que los problemas de liquidez se han acentuado en los Estados Unidos, a juzgar por el mayor *spread* entre la Federal Funds Rate y la Tasa Libor a tres meses, y también, como se discutió, con algún rebote en el mercado *forward* chileno. Como quinto punto menciona que los efectos del *fly to safety* están incidiendo en el riesgo soberano chileno aunque la economía chilena continúa sólidamente como la de menor riesgo de la región. Indica el señor Marfán que estos son cinco puntos de diferencia respecto del *IPoM*. Agrega que paradójicamente, los precios de los *commodities* siguen elevados, no internalizando aparentemente, un escenario mundial más débil. Quizás la paradoja se explica porque el origen de la mayor debilidad económica internacional radicaría en Estados Unidos, mientras que la principal causa, aunque no exclusiva, de los elevados precios de *commodities* radica en la fortaleza del crecimiento de Asia.

Con todo, el señor Consejero estima correcto pensar en un escenario alternativo de mayor debilidad de la economía mundial, más allá que correcciones marginales al escenario base, como se discutió en la reunión de la mañana. Agrega que cabe aclarar que el escenario base sigue siendo el más probable y el que debiera guiar la decisión de hoy, pero le parece prudente plantearse escenarios alternativos con una mayor desaceleración de la economía de Estados Unidos.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Manuel Marfán considera que las opciones más plausibles hoy son las de elevar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, o mantenerla. Indica que la justificación para esa segunda opción tiene que ver más con el escenario de riesgos, que con el escenario base. Por lo ya señalado, estima que lo correcto parece ser subir en 25 puntos base la Tasa de Política Monetaria en la reunión de hoy. Agrega que no se entendería una decisión distinta dado el informe que se acaba de presentar, pero considera altamente inconveniente mantener el sesgo al alza en el comunicado. A lo más, opina el señor Consejero, de consolidarse el



BANCO CENTRAL DE CHILE

escenario base, se debiera reintroducir el concepto de pausa, indicando que el próximo movimiento sería al alza, pero sin comprometerse con que ésta tendría lugar en la próxima reunión de política monetaria. Alternativamente, menciona el señor Marfán, de seguir aumentando la probabilidad de un escenario externo más débil, el sesgo debiera ser neutral. De entre estas alternativas comunicacionales, considera que el error de tipo dos, es decir, el costo de tomar la decisión equivocada, es más bajo, si se omite cualquier sesgo de movimientos futuros en el comunicado.

En consideración a las razones expuestas, el Consejero señor Manuel Marfán señala que vota por elevar la tasa de política en 25 puntos base y propone, sugiere y apoya la idea de eliminar cualquier sesgo respecto de movimientos futuros de la tasa de política monetaria.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que en los últimos meses el panorama inflacionario ha estado dominado por tres desarrollos, algunos en el plano interno, y otros en el plano externo. En primer lugar, menciona un mayor dinamismo de la economía que llevó a un cierre más temprano del previsto de las brechas de capacidad; en segundo lugar, señala una inflación interna más elevada de lo anticipado, asociada a aumentos significativos de precios específicos, particularmente de alimentos; y en tercer lugar, destaca un desarrollo vinculado al episodio de turbulencia que está afectando a los mercados financieros internacionales desde la última semana de julio.

En las últimas semanas menciona el señor Consejero, se ha profundizado precisamente este tercer desarrollo, y la crisis en los mercados de la vivienda en Estados Unidos se ha extendido a otros sectores en la forma de condiciones crediticias menos favorables. De este modo, indica, se estaría materializando un riesgo a la baja para la actividad mundial que contemplaba el *IPoM* de septiembre. Agrega que ello se ha traducido, hasta ahora, en leves correcciones a la baja en las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos en 2007 y 2008, en caídas en las tasas de interés de largo plazo, y en expectativas de tasas de política monetaria más reducidas a futuro, particularmente en los Estados Unidos de América.

No obstante, agrega el Consejero señor Desormeaux, no puede descartarse que el escenario externo muestre un deterioro mayor a futuro, como lo señaló en la reunión de la mañana. En cuanto a los dos desarrollos restantes, indica que los cambios han sido menos significativos.

En el plano interno agrega el Consejero señor Desormeaux, la actividad del mes de julio creció menos de lo esperado, pero en ello habrían incidido factores puntuales, tales como el efecto calendario y un menor desempeño de la minería y del sector electricidad, gas y agua. En suma, agrega, después de considerar estos factores, se mantiene vigente plenamente el escenario central de *IPoM* que plantea una economía sin holguras de capacidad y que crecerá a un ritmo similar a su tendencia en los próximos trimestres. Indica el señor Consejero que todo esto es condicional a una trayectoria de la Tasa de Política Monetaria que converja progresivamente a la tasa neutral, con un alza de cincuenta puntos base en lo que resta del año y otros veinticinco puntos base en 2008. Por otra parte, agrega, en el plano inflacionario la inflación del mes de agosto volvió a sorprender, superando las proyecciones privadas y las del propio *IPoM*, debido a sorpresas fundamentalmente en los precios de los alimentos perecibles y la gasolina. Sin embargo, estima que pese a esta sorpresa, el panorama futuro sigue encuadrado dentro del escenario base o central del *IPoM*, con tasas de inflación solo ligeramente más elevadas en los próximos meses. Señala que la sorpresa más bien ha venido por el lado de los costos laborales, donde pese a que se esperaba una aceleración de éstos, debido al efecto de cláusulas de indexación, algunos indicadores de costos laborales crecieron más allá de lo que puede explicarse por este factor. En el plano de las expectativas de inflación, por otro lado, indica que no hay cambios en relación al escenario base del *IPoM*, esto es, las expectativas de inflación de largo plazo siguen ancladas en torno a la meta del Banco Central.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con estos antecedentes, el Consejero señor Desormeaux concuerda con el diagnóstico de la Gerencia de División Estudios y de quienes le han precedido, en el sentido de que es difícil argumentar una opción diferente a la de aumentar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base en la reunión de hoy. Agrega que en un marco como el actual, en que el país enfrenta un severo *shock* de oferta, sin holguras de capacidad, existe el evidente riesgo de que dichas alzas de precios se traspasen a otros precios y que con ello se arriesgue un desanclaje de expectativas. Menciona que como el propio escenario central del *IPoM* contempla un ajuste de la tasa de política monetaria similar al del mercado en los próximos meses, un ajuste de 25 puntos base en la reunión de hoy permite acotar los riesgos y ello coincide además, con las expectativas del mercado que, para esta reunión, en su gran mayoría, espera uno similar.

En consecuencia, el Consejero señor Jorge Desormeaux vota por un alza de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria, y apoya también la idea de reemplazar el sesgo al alza de la tasa de política en el comunicado, por uno neutral.

El Vicepresidente señor José De Gregorio menciona que a pocos días de haber presentado el *IPoM* al Senado, las noticias recibidas desde que se cambiaran las proyecciones no han variado significativamente el panorama para el escenario base, el que contempla una reducción del estímulo monetario para asegurar el cumplimiento de la meta. Indica que esta normalización de la Tasa de Política Monetaria, previene que haya efectos de segunda vuelta de los aumentos de la inflación por alimentos y energía, más allá de los ajustes que ocurran en precios relativos y que se irán observando en los registros de inflación de los próximos meses.

De esta forma, agrega el señor Vicepresidente, es posible absorber los aumentos de precios sin que ellos repercutan de manera persistente sobre la inflación. Sin embargo, indica, los riesgos se han incrementado y lo relevante es que se han movido en la dirección de suavizar presiones inflacionarias en el mediano plazo. En primer lugar, señala que la economía mundial enfrenta mayores riesgos de una desaceleración, en particular en los Estados Unidos de América. En las semanas venideras, lo más probable es que se observen recortes en las proyecciones de crecimiento mundial, y no se puede descartar que estos recortes sean más severos de lo esperado. Indica que la economía nacional tiene un marco de políticas macroeconómicas que en presencia de elevados grados de integración financiera y comercial a la economía global, la hace ser menos vulnerable que en años anteriores. La rotación del tipo de cambio, el compromiso con la meta de inflación y la política fiscal aseguran que los efectos de menor actividad en el mundo sean más acotados que en el pasado. Sin embargo, agrega el señor Vicepresidente, hay dos elementos que quiere destacar, que podrían reducir las presiones inflacionarias. En primer lugar, el menor crecimiento mundial debiera poner un límite en el aumento de los precios de los *commodities*, la principal fuente de aumento de inflación en lo que va corrido del año. En segundo lugar, agrega, mayores turbulencias financieras podrían resultar en un *shock* financiero negativo sobre la economía emergente, en momento en que los inversionistas buscan refugiarse del riesgo. Si bien hoy se puede absorber adecuadamente dichos *shocks*, sus consecuencias sobre la actividad no son nulas, y por lo tanto, pueden resultar en una reducción de las presiones inflacionarias. Indica que en el ámbito interno las noticias son coherentes con el escenario base. Sin embargo, existen señales que podrían aumentar los riesgos a la baja en materia de actividad, con sus consecuentes implicancias sobre los precios. Menciona el señor Vicepresidente que los registros de actividad solo han dado cuenta de los sectores de recursos naturales y energía, mientras el resto de la actividad continúa con una expansión dentro de los márgenes previstos. No obstante, agrega, hay algunas señales que podrían indicar una menor expansión del producto en los próximos trimestres, la caída de la confianza en los consumidores, aunque explicada mayormente por el aumento de la inflación, y algunos signos parciales de menor dinamismo en la construcción y en la demanda por bienes de consumo, si bien, dentro de los márgenes esperados, no permiten descartar que sean el resultado de genuinas expectativas de menor crecimiento del sector privado. Asimismo, hace presente que la desaceleración del elevado ritmo de aumento de las colocaciones, aunque esperables en un escenario de mayor estabilidad, tampoco permite descartar la hipótesis que sea por una menor demanda de crédito, producto de perspectivas menos auspiciosas. Menciona que este escenario de

4
D.



BANCO CENTRAL DE CHILE

mayor incertidumbre ciertamente no alcanza a dominar el efecto de primer orden que representa el aumento de la inflación. Efectivamente, indica, el aumento de la inflación se ha dado en energía y alimentos, y una vez que descontamos estos componentes del IPC, el registro de inflación está en torno a 2%. Sin embargo, parte de estas presiones inflacionarias contenidas pueden ser precisamente consecuencia del aumento del gasto en energía y alimento, que una vez que sus precios se hayan normalizado, lo previsto en nuestras proyecciones a dos años podría resultar en nuevas presiones inflacionarias.

Estima el señor De Gregorio que los riesgos actuales no sugieren postergar un aumento de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base. Más que eso, no le parece coherente con la visión de ajuste de la inflación a su meta, tal como lo señala la minuta de la Gerencia de División Estudios. Esto es coherente con un escenario base donde lo más probable es que la brecha del producto se esté cerrando y el PIB crezca a niveles de tendencia y por lo tanto, la Tasa de Política Monetaria debiera situarse en su nivel neutral, del cual, dadas todas las incertidumbres y en particular el escenario de actividad global, probablemente se está cerca.

En todo caso, agrega el señor Vicepresidente, mientras existan las actuales turbulencias y los elevados niveles de riesgo a la baja de la actividad nacional, y principalmente internacional, no le resulta tan obvio como fue durante la preparación del *IPoM*, que el próximo movimiento sea necesariamente al alza en un plazo relativamente breve. Por el contrario, estima que hay que mantener cautela y moderar cuidadosamente la resolución de los riesgos antes de comprometerse con algún sesgo del curso futuro de política monetaria y esto debiera ser explícito en el comunicado.

Por lo anterior, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que su voto es por aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece el análisis del *staff* y menciona que la inflación anual del IPC se ha incrementado por sobre el 4%, debido a *shocks* inesperados en precios de alimentos y de combustibles. *Shocks* estos últimos que se han incrementado en el margen, especialmente por alzas adicionales en los precios de alimentos perecibles y de los combustibles. En paralelo, las distintas medidas de tendencia inflacionaria han seguido aumentando y algunas ya se ubican en torno al 4% anual. Señala que las condiciones financieras internas siguen favorables y los costos laborales toman más dinamismo. En el lado de la demanda, los indicadores parciales de consumo y de inversión mantienen un importante dinamismo y a pesar de la volatilidad habitual de los datos mensuales, las últimas cifras de actividad son consistentes con el escenario base del *IPoM*.

Indica el señor Presidente que los desarrollos en el entorno externo han estado dominados por la intensificación de los problemas en los mercados monetarios y crediticios de los países industriales, desatados a partir de la crisis del mercado hipotecario subprime. Aunque evaluaciones de su extensión y sus eventuales consecuencias en las economías reales son aún prematuras, se argumenta que sus efectos en el crecimiento de Estados Unidos y de la economía mundial, no serían marginales. En el caso de Estados Unidos, la transmisión sería a través de una profundización del ajuste en la construcción de viviendas, menor dinamismo del consumo privado, y una más aguda restricción crediticia. El resto del mundo sufriría los efectos del menor crecimiento de Estados Unidos, de mayores primas por riesgo y una mayor restricción crediticia. En contraste, hasta ahora los precios de los productos primarios no han sido mayormente afectados por las turbulencias financieras, e incluso el precio del petróleo alcanza niveles de precio récord en dólares.

Agrega el Presidente señor Corbo que con una inflación por encima del límite superior del rango de tolerancia, con un nivel de producto que prácticamente no difiere del producto de tendencia, con un crecimiento proyectado del PIB por encima del crecimiento de PIB de tendencia, y con proyecciones de inflación anual que continuarían aumentando en los próximos meses, sigue siendo necesario evitar una eventual propagación no habitual de esta alza en la inflación anual a otros precios y a las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 113
Política Monetaria
13.09.2007 28.-

Señala el señor Presidente que el reciente *IPoM* proyecta que en el escenario más probable será necesario continuar reduciendo el estímulo monetario, especialmente en el horizonte cercano, para que la inflación se mantenga en 3% en el horizonte de política. Por lo anterior, lo más adecuado es subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

Sin embargo, indica el señor Presidente, que con el deterioro de los mercados financieros internacionales y el resultante aumento en el riesgo a la baja en el crecimiento mundial, lo más prudente en esta ocasión es condicionar el curso futuro de la política monetaria a la evolución de la economía internacional y sus implicancias para la inflación proyectada.

Por lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo señala que su voto es por un aumento de 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria.

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

113-01-070913 – 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 5,75% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la Tasa de Interés de Política Monetaria en 25 puntos base, a 5,75% anual.

Esta decisión es necesaria para que el alza de la inflación anual de estos meses sea efectivamente transitoria y la inflación proyectada en torno a dos años se mantenga en 3%.

Aunque el panorama externo relevante para la economía chilena sigue, en general, siendo positivo, han aumentado los riesgos de escenarios adversos. En efecto, en las últimas semanas los problemas en los mercados financieros internacionales se han intensificado. En otro plano, el precio del cobre se mantiene elevado, el del petróleo ha continuado aumentando y los precios de varios productos alimenticios siguen altos.

En el ámbito interno, más allá del desempeño de algunos sectores específicos, la información disponible sugiere que la actividad sigue dinámica. El crecimiento de las importaciones indica que la demanda interna continuaría expandiéndose con relativa fuerza en el tercer trimestre. El empleo asalariado continúa aumentando y las condiciones financieras internas se mantienen favorables.

La inflación anual del IPC se ha elevado por encima de 4%, afectada por una profundización de los inusuales aumentos de los precios de algunos alimentos, tanto perecibles como no perecibles. Estos últimos también han contribuido a incrementar la inflación subyacente IPCXI (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados). Las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria se ubican por sobre 3% y la tasa de crecimiento de los costos laborales ha aumentado. Las expectativas de inflación dan cuenta de un panorama comparable al del último *Informe de Política Monetaria*, ubicándose en niveles elevados para el corto plazo y cerca de 3% a plazos más largos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 113
Política Monetaria
13.09.2007 29.-

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 eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios y la evolución de las brechas de capacidad".

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18.10 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRANES
Ministro de Hacienda

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe