



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 124 celebrada el 10 de junio de 2008

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

Asisten también:

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

El Presidente señor José De Gregorio señala que asiste especialmente invitada la Economista Senior señora Andrea Tokman Ramos.

El Presidente señor José De Gregorio comunica a los asistentes que la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de diciembre próximo fue fijada para el día jueves 11 de diciembre de 2008.

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

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann informa que en el escenario internacional lo más destacado del último mes es, en primer lugar, una revisión al alza del crecimiento mundial frente a cifras de actividad principalmente de economías G3 que sorprendieron al alza. Señala que la desaceleración de Estados Unidos de América sería menos acentuada de lo previsto, aunque de todas formas, prolongada. Comenta que se



incrementan las presiones inflacionarias con sorpresas al alza especialmente en Europa e indica que los discursos de los Bancos Centrales dan cuenta de una mayor preocupación por los incrementos de precios. Menciona el señor Gerente que en línea con lo anterior, las tasas de interés de largo plazo aumentan significativamente y las expectativas de Tasa de Política Monetaria se mueven al alza con especial fuerza.

En materia de *commodities*, indica el señor Lehmann que el precio del petróleo ha aumentado alcanzando nuevos máximos, movimiento que estaría explicado por la percepción de un mercado más ajustado. Respecto al precio del cobre, señala que éste disminuye ligeramente y que factores de demanda positivos, asociados a la persistencia de importaciones relativamente altas de China y sorpresas de crecimiento de economías desarrolladas lo han sostenido. Respecto a los productos agrícolas, menciona el señor Gerente que los precios tienden a caer, especialmente en el caso del arroz, aunque aún se mantiene en niveles excepcionalmente elevados.

Respecto a los indicadores de actividad en Estados Unidos de América, comenta el señor Lehmann que sorprenden positivamente algunos indicadores, particularmente el de Ventas Minoristas y los ISM. No obstante lo anterior, se mantiene un panorama de debilidad. Señala el señor Gerente que el ISM manufacturero, si bien sorprendió al alza, se mantiene por debajo del *pivot*. Comenta que asociados al sector laboral destacan indicadores más bien negativos. Indica que la tasa de desempleo, que alcanzó niveles más allá de lo que se anticipaba y la Encuesta Confianza de Consumidores, siguen mostrando una tendencia hacia la debilidad del consumo.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta cuál es la explicación que en la tabla que se exhibe aparezca una creación de empleo de menos 60 mil con una tasa de 5,1%, si la creación de empleo real fue menos 49 mil y figura con una tasa de 5,5%.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García responde que se trata de fuentes de información distintas. Indica que una es la información del número de empleos reportados por una encuesta a establecimientos y la otra es la tasa de desempleo que reportan encuestas a hogares, similares a las que se tiene en Chile. Agrega que ambas son muy seguidas por la coyuntura, pero que no son fuente de la misma encuesta.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann menciona que una mirada un poco más detenida a los indicadores, permite apreciar que el sector inmobiliario no da signos aún de tocar fondo. Las ventas de viviendas nuevas y existentes mantienen una tendencia hacia la baja. Comenta que el precio de las viviendas también mantiene una caída y los *stocks* siguen mostrando alzas. Por lo tanto, indica que el ajuste en el mercado inmobiliario debería continuar.

Señala el señor Gerente que como ya se hacía mención, los indicadores referidos al mercado laboral son más bien negativos. El dato sobre Creación de Empleo indica que la tendencia es claramente negativa, ya que ha habido un deterioro del empleo durante los últimos tres meses. Agrega el señor Lehmann que las encuestas muestran que la dificultad para encontrar empleo ha continuado aumentando, dato que se recoge a partir del Indicador de Confianza de Consumidores del *Conference Board*. La tasa de desempleo ha seguido aumentando y esta situación, unida a la caída de confianza a que se hacía referencia, mantiene



el riesgo de desaceleración del consumo. Agrega el señor Gerente que la Encuesta de Confianza de la Universidad de Michigan y el consumo personal, que han mostrado históricamente una alta correlación, deberían mostrar también una desaceleración hacia los próximos trimestres.

Respecto a Europa, los indicadores de actividad y las encuestas se muestran a la baja y la única excepción en ese sentido es Alemania. La encuesta IFO de Alemania y la encuesta ZEW dan cuenta de una percepción algo mejor en ese país. Sin embargo, en la economía en general, con la excepción antes indicada, las noticias han sido más bien negativas. La Confianza de Consumidores y la producción industrial se observan negativas, panorama que da cuenta de una desaceleración hacia adelante para la Zona Euro. Indica el señor Lehmann que el crecimiento del primer trimestre fue más allá de lo esperado y que su composición muestra un aporte especialmente importante en las exportaciones netas, pero que hacia adelante se anticipa una desaceleración. Lo anterior, apoyado por un indicador Euro que ha mostrado una tendencia hacia la baja, no obstante el rebote parcial en el último mes. Lo mismo ocurre con el PMI que también ha mostrado una tendencia hacia la baja durante los últimos meses.

Respecto a Japón, comenta el señor Lehmann que las noticias fueron negativas durante el mes, mostrando una debilidad más marcada que la proyectada, lo que da cuenta de un sector externo más débil. Indica que las perspectivas de los analistas, el PMI y los índices de confianza son más bien negativos. No obstante lo anterior, el PIB del primer trimestre del año fue más allá de lo que se anticipaba, destacando especialmente el aporte del sector externo. Sin embargo, señala que si se miran las exportaciones por región, se observa claramente una desaceleración, lo que contribuiría al hecho que se adelante la desaceleración en Japón. La gráfica que se exhibe muestra trayectorias que dan cuenta de cómo se han modificado las perspectivas hacia adelante y cómo han sorprendido los datos del crecimiento al alza del primer trimestre.

La gráfica muestra a Estados Unidos de América, cuya cifra fue particularmente positiva el primer trimestre. Ese hecho ha llevado a ver una trayectoria que, si bien en términos de forma es similar a la que se tenía hasta hace un mes atrás, dado los indicadores más coyunturales se observa una trayectoria algo más positiva.

En el caso de Japón, se debería ver una caída importante en el crecimiento para los segundo, tercero y cuarto trimestres, para posteriormente mostrar una suerte de recuperación.

En el caso de la Zona Euro también se debería observar una caída importante en el crecimiento para el segundo trimestre y una trayectoria algo más baja que la que se preveía en la Reunión de Política Monetaria pasada. Estas trayectorias se derivan fundamentalmente de las proyecciones de bancos de inversión y de alguna manera permiten ver cómo han cambiado las perspectivas en función de los datos coyunturales más recientes, y en función también de lo que fue el dato del primer trimestre este año.

Señala el señor Gerente que todo lo anteriormente dicho lleva a corregir el crecimiento de Estados Unidos de América en cinco décimas.



Al analizar la gráfica que exhibe, el señor Gerente señala que la columna de abril fue la que se presentó para el *IPoM* de mayo, y que ya se comienza a corregir el crecimiento de mayo, en función de lo que fue la primera cifra de crecimiento del primer trimestre. Menciona que hoy día esas cifras se están acercando más a lo que los bancos de inversión están previendo, entendiendo que probablemente hubo una corrección del Fondo Monetario Internacional, respecto de cuál podría haber sido la trayectoria del crecimiento de Estados Unidos de América. Entonces, al revisar al alza a Estados Unidos de América, el dato para la Zona Euro también se revisa al alza, fundamentalmente por el dato del primer trimestre. En general, comenta el señor Gerente, en el resto de las economías hay cambios bastante marginales y en términos netos de todas formas se tiene una corrección al alza en el crecimiento para este año y para el próximo, tal vez un poco más importante de dos décimas. Menciona por último, que nuevamente se tiene una corrección al alza para Estados Unidos de América no obstante mantener un crecimiento bastante débil y de cambios marginales en el resto de las economías.

Respecto a la inflación, señala el señor Lehmann que las tendencias inflacionarias en Estados Unidos de América muestran una ligera alza, si bien los datos de inflación *headline* han sido algo más bajos que en meses anteriores. Las tendencias inflacionarias, ya sea media podada o distribución truncada, muestran una ligera alza y de hecho la Reserva Federal ha dado cuenta de preocupaciones. Indica que el *PCE* también ha mostrado una ligera tendencia hacia la baja y el *PCE Core* perdió estabilidad, aún cuando las tendencias dan cuenta de una mayor presión.

En el caso de Europa y Japón, añade el señor Gerente que particularmente en la Zona Euro, las sorpresas han sido negativas, ya que hay mayores presiones inflacionarias y el *IPP* ha subido muy fuertemente. Señala que ayer se informó el *IPP* para Inglaterra, el que fue especialmente alto por lo que se produjo gran preocupación respecto a la inflación para toda la Zona Euro. Agrega que el *IPC* también ha mostrado una tendencia al alza, no obstante el *IPC Core* en el margen tiende a caer, las presiones inflacionarias continúan latentes, presentes, y podrían, ya sea porque el *IPP* está aumentando por las presiones que se señalaba, mostrar un *IPC* más alto los próximos meses.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si el *IPC Core* en la Zona Euro excluye energía y alimentos al igual que en Estados Unidos de América, a lo que el señor Lehmann responde afirmativamente.

El Presidente don José De Gregorio menciona que el efecto comparación siempre es complicado puesto que no hay una medida homogénea y todos los bancos de inversión y el Fondo Monetario Internacional ponen *IPC* e *IPC Core*, y el *IPC Core* que toman es derechamente el que indican las autoridades. Por ejemplo, comenta que en el caso del *IPC Core*, siempre que se mira y compara dicho indicador, y como el nuestro es muy cercano se obtiene poco, y si se compara con otros lados, es bajísimo, entonces, plantea el señor Presidente que habría que revisar detenidamente ese tema, además de la implicancia que tiene la forma cómo se reporta la información, ya que es la misma forma en todos lados.

-4f



Continuando con la presentación del escenario internacional, el señor Sergio Lehmann indica que en Japón la tendencia es a mayores niveles de inflación en el margen, a pesar de observarse una ligera caída por razones coyunturales, pero claramente en el caso de esta economía también se han observado mayores presiones de inflación.

Indica el señor Gerente que dando una mirada a las regiones, la inflación en general tiende a acelerarse, y especialmente importante, es la aceleración que muestra la inflación en Asia, y China por cierto es una de estas economías, pero el resto de las economías también están mostrando niveles de inflación más importantes, incluso, como ya se comentó hace una semana atrás, muchas de estas economías han tendido a sacar subsidios a combustibles, como es el caso de Tailandia, Indonesia, Malasia, lo que ha tendido a presionar los niveles de precios.

Ante una consulta del señor Presidente, el señor Lehmann señala que las variaciones presentadas son mensuales semestre móvil. Al respecto, el señor Presidente comenta que Asia 2 cae bruscamente cuando están liberando precios. En tal sentido, el señor Lehmann indica que ello explica una aceleración relativamente importante en la inflación mes a mes de Asia.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que si se está tomando la inflación mensual de un semestre móvil, ésta se encuentra fuertemente influida por estacionalidad de comienzos de año, y que entonces no se trataría de series corregidas por estacionalidad. El Gerente señor Lehmann confirma que efectivamente estas series no están corregidas por estacionalidad y que se quiso mostrar lo que está sucediendo en el margen con las inflaciones. El señor Presidente plantea que en lugar de utilizar los términos variación mensual año móvil o semestre móvil, se hable de doce o seis meses y además agregó que el margen es mensual.

El Gerente señor Lehmann señala que acoge el punto propuesto por el señor Presidente para mostrar estos datos de la forma sugerida en lo sucesivo.

Continuando con su exposición, el señor Gerente indica que lo anterior ha llevado a expectativas de aumento que se hacen más evidentes en el caso de Europa. Comenta que en el caso de Estados Unidos de América se muestra la trayectoria de futuros que se observaba en la Reunión pasada; y la que se observa hoy día y que claramente se aprecia un movimiento hacia el alza. Señala que de acuerdo a esa curva se podría tener un aumento de cinco puntos base de aquí a octubre, y que se podría tener otro aumento más a diciembre. Comenta que se tendría cincuenta puntos base a diciembre, y otros cincuenta más durante el primer trimestre del próximo año, es decir, de aquí a marzo del 2009, cien puntos base más de Tasa de Política Monetaria en el caso de Estados Unidos de América. Agrega el señor Gerente, que en el caso de la Zona Euro el movimiento es mucho más dramático, en línea con una preocupación mucho más explícita que ha dado a conocer el Presidente del BCE, Jean-Claude Trichet. En el PCE se observa la curva que se apreciaba hace un mes atrás, y la curva que se observa hoy día es mucho más marcada. De hecho los agentes anticipan que de aquí a la próxima reunión de julio, habría un aumento de 25 puntos base y otro tanto durante la segunda parte del año, en línea también con la preocupación que el señor Trichet debe experimentar tras su decisión de mantención de tasa de la semana pasada. En el caso de Japón, indica el señor Lehmann que no se aprecian cambios significativos, pero que de todas maneras se anticipan movimientos al alza durante este año.

e h



El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux plantea que un punto bien importante es que hay un impacto respecto de lo que suceda en Europa sobre Estados Unidos de América. Comenta que Estados Unidos de América tiene hoy día una preocupación por la inflación y las autoridades han hecho presente la inconveniencia de que el dólar se siga depreciando. Sin embargo, la verdad es que ello finalmente depende mucho de las tasas de interés, de manera que si Europa comienza a subir sus tasas de política en forma agresiva, se va a generar presión sobre el tipo de cambio en Estados Unidos de América. Habrá presión inflacionaria y los va a obligar probablemente a reaccionar un poco antes de octubre.

El Gerente señor Lehmann indica que el movimiento en paridades tras el planteamiento del BCE fue justamente hacia un debilitamiento del dólar, lo que está dentro de las preocupaciones que el Presidente de la FED, Ben Bernanke, planteó durante la semana pasada.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que el señor Bernanke anoche dijo un discurso muy particular. Al respecto, el señor Lehmann comenta que precisamente eso llevó hoy día a fortalecer el dólar. Menciona que en materia de liquidez de los mercados internacionales no hay cambios demasiado significativos y comenta que el premio *Libor Fed Fund* fue el más bajo de lo que se preveía en los futuros hace un mes atrás, pero que se mantiene un nivel de premio relativamente elevado, y que hoy día la *Tasa Libo* aumentó en torno a diez puntos base. El señor Lehmann recuerda que hubo toda una discusión respecto a la fórmula o la forma mediante la cual se iba a calcular la *Libor*, y que hace unos diez días atrás se planteó que no iba a haber cambio en la metodología. Sin embargo, la Asociación de Bancos Ingleses hoy día planteó que iban a ampliar la muestra de bancos que reportan tasas interbancarias. El sesgo a esa medida que ampliaría el número de bancos es hacia una *Libor* algo más alta, lo que llevó a un aumento en torno a diez puntos base. Por lo tanto, no sería raro observar hoy una curva que dé cuenta del premio, algo más alta de lo que se presenta graficada en esta Reunión. En el caso de Europa, la *Tasa Libo* es más alta de lo que se observaba hace un mes atrás, lo que probablemente esté asociado a la percepción de riesgo bancario algo más alto producto de advertencias habidas durante el último mes respecto a bancos europeos, en particular bancos ingleses.

Comenta el señor Lehmann que las tasas han tendido a aumentar en línea con lo que se ha planteado. La tasa nominal en Estados Unidos de América tendió a subir más menos 30 puntos base durante el último mes. La tasa real también ha tendido a aumentar, pero mucho menos, ya que parte del movimiento de esta tasa está asociado a la compensación inflacionaria. La compensación inflacionaria ajustada por premios, aumentó en torno a 15 puntos base durante el último mes. En el caso de Europa o Japón, también se han visto aumentos mucho más marcados, especialmente en la Zona Euro, producto de un discurso más *hawkish*. La tasa en la Zona Euro aumentó en torno a 40-50 puntos base. En Japón también hemos visto aumentos de tasa producto de mayores preocupaciones por inflación.

Respecto a paridades, indica el señor Gerente que el dólar ha mostrado bastantes fluctuaciones durante el último mes, producto de discursos que dan cuenta de una preocupación respecto a una inflación más acentuada a veces en Europa y a veces en Estados Unidos de América. En general, el dólar ha estado relativamente estable si se mira punta a punta. Una situación similar ocurre también respecto a monedas de economías emergentes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 124
Política Monetaria
10.06.2008

7.-

Respecto a las Bolsas, agrega el señor Gerente que éstas también se han mantenido relativamente estables. Las Bolsas de economías emergentes se muestran con bastantes fluctuaciones, pero punta a punta se aprecia cierta estabilidad. Por su parte, las Bolsas de las economías desarrolladas han tenido una ligera tendencia hacia la baja. Respecto a los *spreads*, no hay mayores movimientos y tienden a comprimirse levemente, pero están relativamente estables. El *EMBI Global* se muestra bastante plano y el spread de *High Yield* en Estados Unidos de América, que también está bastante plano, presenta niveles claramente más elevados de lo que se observaba en el pasado.

En relación con productos básicos, indica el señor Gerente que hay una fuerte presión asociada a la inflación que proviene de los combustibles; el *CRB* de energía aumenta en 10%, en línea con el aumento del precio del petróleo; el *CRB* de alimentos está relativamente estable, marginalmente hacia la baja; granos y cereales se encuentran hacia la baja; y, los metales caen durante el último mes, el cobre en particular cae 6%. En el caso de los granos se destaca la caída en el precio del trigo y del arroz en torno a 10%.

El Vicepresidente comenta que sería interesante tener esta información respecto al mes de enero, así como un acumulado de lo que está pasando con el trigo, que ha venido cayendo durante todo el año. El Gerente señor Lehmann indica que se tiene una gráfica que muestra la trayectoria del precio del trigo y que, efectivamente, si se mira un poco más atrás, se aprecia una tendencia importante a una caída en el precio de este cereal.

El señor Presidente señala que va a realizar una pregunta que corresponde al escenario interno. Consulta la razón de que caiga en el mundo el precio del trigo y de la leche y no ocurra lo mismo en Chile.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que el grueso de la cosecha en el hemisferio norte es julio y agosto, por lo que piensa que probablemente haya un factor estacional detrás y no necesariamente de tendencia.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García señala que entre los antecedentes que envió la Ministra de Hacienda Subrogante el mes pasado, había un par de puntos referidos al trigo y al precio del pan. Uno, es que el precio del trigo que actualmente se sigue, no es el precio del trigo efectivamente de referencia para los molineros en Chile y, por lo tanto, el fuerte aumento del precio que se vio hacia marzo no se dio acá. Entonces, agrega que tampoco se debe esperar que se dé localmente la caída posterior del precio, producto que el aumento internacionalmente ha sido mucho mayor que el aumento que se ha tenido en Chile. El segundo punto que se planteaba en esa minuta es que, en buena medida, los molineros están con sus stocks completos para el primer semestre y para algunos meses del segundo semestre, a precios que ellos consideraban altos hacia principios de este año, y luego, en la medida que esa situación de stocks perdurara no habrían presiones a la baja, ni temor de lo que ocurriera afuera. Sin embargo, si en el segundo semestre se observara una situación de precio del trigo un poco más baja, se podrían esperar disminuciones del orden de 4% a 5% en el precio del pan en Chile. Esa es la evaluación que se había hecho a partir de conversaciones con los expertos del Ministerio de Agricultura.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 124
Política Monetaria
10.06.2008

8.-

El Consejero señor Sebastián Claro estima que puede haber otro tema involucrado como el margen de comercialización. Consulta qué porcentaje del precio final del pan y la leche es margen de comercialización.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto responde que menos de la mitad, pero señala que en la Reunión de Política Monetaria pasada los márgenes del pan habían aumentado bastante. La harina representa un 25%, la energía un 10% y habría que agregar un porcentaje de salarios.

Continuando su informe, el señor Sergio Lehmann señala que la evolución que ha tenido el precio del petróleo muestra un aumento importante en los últimos días y también en el día de hoy. El crecimiento de la oferta mundial, esto es, desde enero de 2007 hasta marzo de 2008, muestra que en promedio la oferta mundial ha crecido menos de 1%, 0,8%, si se promedian los últimos quince meses, más menos. El aumento de la oferta, al menos en los últimos meses, ha provenido fundamentalmente de países de la OPEP, mientras que los países no OPEP han sorprendido a la baja en términos de su aumento de capacidad de producción.

Uno de los países que ha sorprendido porque no ha sido capaz de aumentar su producción es Rusia, que ha tenido algunas dificultades. Tampoco han aumentado su producción algunos países no miembros de la OPEP.

Por el lado del crecimiento de la demanda, explica el señor Lehmann que ésta ha crecido en torno a 1,5% aproximadamente durante este período y que está gatillada fundamentalmente por países no subdesarrollados, países emergentes. Si se observa qué ha sucedido desde más menos enero del 2007, la demanda de los países desarrollados ha tendido a caer, es decir, las que están detrás del crecimiento de la demanda han sido fundamentalmente economías emergentes. Estos son datos mensuales de variación en doce meses.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que lo que se ha visto en los últimos meses es un aumento fuerte en la oferta y una disminución en la demanda.

El señor Lehmann comenta que el aumento que se observa en la oferta y que es importante, ha sido a costa de holguras de capacidad que tenía la OPEP. Señala que hoy día todos los indicadores dan cuenta que la capacidad de aumento de producción de la OPEP está prácticamente agotada. Por tanto, la posibilidad de seguir aumentando estas tasas durante los últimos tres meses que se muestran en la gráfica es prácticamente nula, versus el caso de la demanda, en que a veces hay condiciones estacionales o condiciones muy particulares en un mes, que pueden explicar estos vaivenes mes a mes. Añade el señor Gerente que lo que se tiene de registro para los últimos meses es que, en realidad, la demanda ha continuado relativamente fuerte, particularmente en los países emergentes. Entonces, hay una situación de estrechez en el mercado que a lo mejor no se aprecia en los gráficos para los últimos meses, pero que en términos de tendencia, sí es aplicable.

pc 4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 124
Política Monetaria
10.06.2008

9.-

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que se podría decir que la situación de subsidio a los combustibles en muchos de estos países emergentes está comenzando a modificarse, en el sentido que se están reduciendo por su enorme impacto fiscal. Indica que por ello se va a comenzar a ver un crecimiento distinto en el consumo de los países emergentes. El Presidente señor De Gregorio agrega que esta situación se observa en los dos últimos meses, donde el consumo se frenó un poco tanto en economías subdesarrolladas como en economías emergentes.

El Gerente señor Lehmann comenta que hoy día se divulgó un informe de la Agencia de Energía que da cuenta que la demanda tiende a desacelerarse, y que de hecho, modificó hacia la baja la proyección de crecimiento para este año, pero al mismo tiempo corrige hacia la baja la proyección de oferta, y en términos de balance, el mercado sigue deficitario y se continúan consumiendo parte de los inventarios que hay acumulados. Agrega el señor Gerente, que probablemente con estas medidas más recientes tienda a ajustarse aún más la demanda y se alcance un balance hacia la segunda mitad de este año o el próximo.

Indica el señor Gerente que toda esta situación ha tendido a elevar las proyecciones, que la función de distribución está algo más abierta que la que se tenía hace un mes atrás, y que existe incertidumbre respecto a los precios del petróleo. Menciona que la media está en torno a 130 dólares el barril a diciembre del 2008, y que no se descarta que, como algunos analistas han planteado, el precio del barril llegue a 200 dólares. La probabilidad es muy baja, pero es factible, de acuerdo a la función de distribución que, como se señalaba, se deriva de las opciones de petróleo.

Respecto a los metales en general, comenta el señor Gerente que se tiene una muestra relativamente amplia. Indica que en la gráfica que se presenta, se observa que el precio del cobre es el que se ha mantenido más estable y sistemáticamente en niveles altos. Indizado a enero de 2006, igual cien. Hay otros metales que han tendido a caer, como el plomo. Por su parte, el zinc y el aluminio se han mantenido relativamente estables, y el níquel cayó también fuertemente. En el caso particular del cobre, señala el señor Gerente que existen sin duda elementos de oferta que pueden estar sosteniendo el precio en niveles altos y que ha habido sorpresas en materia de menor producción de cobre. En el caso de Chile, como se ha destacado, la demanda por parte de China se ha mantenido relativamente sólida.

Con relación a los productos básicos agrícolas, destaca el señor Gerente lo que mencionaba anteriormente el señor Presidente, es decir, que existe una tendencia importante hacia una caída del precio del trigo, que se mantuvo relativamente estable durante los últimos dos ó tres meses, pero si se mira la trayectoria más hacia el final, el precio ha tendido a caer. Por su parte, el arroz también cae fuertemente después de tener una escalada muy significativa durante la primera mitad del año. La leche ha estado relativamente estable y el maíz ha tendido a subir durante las últimas semanas.

El Presidente don José De Gregorio comenta que hay que entender un poco más la transmisión de esta información, porque el año pasado existía la sensación que había mucho alimento en el país, fue toda la escalada de los alimentos. Hoy día, señala, la leche ha bajado brutalmente y, sin embargo, su precio interno no cae. Ahora, menciona el señor Presidente, puede que sean productos inflexibles a la baja y haya que esperar que el precio alto lo absorba la inflación, lo cual es posible, pero habría que entenderlo un poco más, porque por ejemplo, la leche ha bajado, el trigo, aunque no se trate del mismo trigo como planteaba el señor Pablo

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 124
Política Monetaria
10.06.2008 10.-

García, y algo puede estar pasando en el caso del arroz. Entonces, agrega el señor Presidente, habría que mirar un poco más cuál es el determinante doméstico de todos estos precios, porque el último mes la sorpresa fue nuevamente alimentos, pero no la compra de alimentos en el exterior. Además, añade el señor Presidente, tampoco hay sequía, por lo que todo parece muy confuso.

Respecto al tema aludido, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto señala que va a presentar un gráfico que compara el precio internacional de la leche con el precio doméstico, y lo que se ve es que el precio internacional subió mucho más de lo que subió el precio internamente. El precio internacional de la leche todavía se ha mantenido, a raíz de una brecha positiva, por sobre el precio doméstico. En el caso del precio del arroz, también hay un aumento muy fuerte y el precio internacional subió tres veces más. Entonces, indica el señor Gerente, si bien en la punta se está devolviendo, el precio doméstico de estos productos todavía está muy por debajo del equivalente internacional. Sobre este particular, el señor Presidente consulta si habrá sorpresas respecto a que todavía se producirán más ajustes a esos precios internacionales que se encuentran altos. El Gerente señor Claudio Soto señala que en el caso del arroz doméstico, el aumento de precio fue a mitad de mes, y se está esperando por lo tanto, que para el próximo mes haya un aumento adicional en su precio. El Presidente comenta que hubo un aumento fuerte del precio, concentrado a mediados del mes, y lo que ha expresado el señor Gerente es que al parecer todavía el país está con inercia de alimentos puesto que los precios domésticos no se ajustaron debidamente. Señala el señor Presidente que se pueden observar precios internacionales cayendo con precios domésticos todavía subiendo.

Continuando con su exposición, el Gerente señor Sergio Lehmann exhibe una gráfica que muestra que los movimientos de futuros del petróleo y de la gasolina han tendido a aumentar, en línea con los movimientos en el mercado spot. Comenta que en el caso del mercado del cobre, el precio, en términos de lo proyectado, estuvo algo por debajo.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que en el set de documentos que se les proporcionó, aparece un cuadro con la situación de subsidios a combustibles en el mundo y estima que el nombre dado al citado cuadro no es el adecuado, por las razones que ya señaló en otra oportunidad. Como entiende que esta información forma parte de la Minuta, solicita tener mayor cuidado con los títulos que se emplean, porque se podría llegar a conclusiones erradas si es que hay elementos de costo de transporte y costo de almacenamiento que sean muy diferenciados entre países.

Sobre el particular, el señor Lehmann expresa que considerará la sugerencia del señor Consejero e indica que de hecho se está corrigiendo la Minuta, mejorando temas del petróleo diesel, para hacerla un poco más extensiva para no provocar conflictos. El Consejero señor Marfán menciona que su observación conduce a evitar que se pueda decir que hay que bajar más, que el impuesto que está implícito es más alto de lo que está diciendo el Gobierno, o cosas por el estilo. Indica que hay situaciones delicadas como ésta, en que hay muchos pesos de por medio.



El Gerente señor Sergio Lehmann indica que los futuros de petróleo y combustibles son más altos y en el caso del mercado del cobre son similares a lo que se preveía hace un mes atrás. Como antecedente, agrega que quiere mostrar lo que la *FAO* está previendo en materia de productos agrícolas para los próximos diez años. Señala que éste es un informe que se publicó la semana pasada, y que de alguna manera ayuda a entender lo que una institución experta en esta materia está previendo respecto de los productos agrícolas. Comenta que en términos gruesos, la *FAO* está suponiendo que los precios se van a mantener elevados durante un período relativamente largo. Indica que el precio del maíz estará relativamente estable, que se espera una caída en el precio del trigo, que es lo que se estaba observando en los últimos meses, y en el caso del arroz, prevé un alza y después una vuelta, pero se mantienen claramente estos tres productos muy por sobre sus promedios históricos.

El señor Presidente comenta que los precios de estos tres productos agrícolas casi se triplican comparados con el año 2002, lo que comparte el señor Lehmann, quien agrega que lo más decidor es que se prevé que se mantendrán en esos niveles hasta el año 2017, por lo menos.

Finalmente, el Gerente señor Lehmann menciona que en materia de proyecciones en el precio del cobre, no hay un cambio significativo, y tampoco en el precio de cereales, ya que los movimientos que tuvieron están anticipados en las proyecciones que ya se tenían. Comenta que lo claramente novedoso está en el petróleo y en la gasolina, que se revisan al alza en línea con los movimientos de los futuros.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que en el mes de mayo el IPC aumentó 1,2% mensual, acumulando un incremento de 8,9% anual y superando lo esperado tanto internamente como por el mercado. El IPCX aumentó 0,7% mensual, 8,4% anual, y el IPCX1 1,0% mensual y 8,3% anual. Por su parte, la velocidad trimestral del IPC se mantuvo, mientras que la del IPCX1 aumentó de modo importante. Los indicadores de inflación subyacente incrementaron sus tasas de crecimiento anual y la variación en doce meses de la media podada por artículos (MPA) pasó de 5,7% a 6,1% y, por su parte, la poda de los componentes más volátiles (TMVC) aumentó 0,1 puntos porcentuales llegando a 4,0%. Agrega que también aumentaron las tasas de crecimiento anual de las medidas de inflación, que excluyen ciertos componentes —IPC sin alimentos y energía, e IPCX1 sin alimentos—, ubicándose en 4,4% y 4,3%, respectivamente.

Comenta que el sorpresivo aumento de la inflación en mayo respondió, como ha sido la tónica de los últimos trimestres, a aumentos significativos y mayores a los esperados en el precio de los alimentos y combustibles. A ello se agregaron algunos precios relacionados a estos bienes, como las tarifas del transporte y el precio del menú. Indica que aunque nuevamente es posible asignar una parte relevante del error de proyección a precios específicos y, que la información disponible muestra que la propagación de la inflación a otros precios no sería distinta de la prevista, la repetición de *shocks* de inflación en una coyuntura inflacionaria de por sí ya muy desviada de la meta, introduce riesgos significativos sobre la

4



trayectoria más probable de la inflación. Por ahora, a la luz de la información disponible, se estima que en el escenario más probable los recientes *shocks* de precios serán persistentes, afectando la inflación de junio, en parte por el arrastre que se deriva de algunos incrementos de precios que ocurrieron a mediados de mayo. Señala que esto lleva a que el escenario de inflación de corto plazo sea bastante mayor al considerado en el último Informe de Política Monetaria, estimándose que para el cuarto trimestre del 2008, la inflación podría ser del orden de 1 a 1,5 puntos porcentuales mayor que lo proyectado el mes pasado. Con ello, aunque sin disponer de una revisión de los modelos de proyección de mediano plazo que fundamente esta visión, se puede inferir un retraso de la convergencia de la inflación al rango meta prevista para el primer semestre de 2009 en el Informe de Política Monetaria.

Menciona el expositor que las expectativas de inflación han mostrado una alta volatilidad y trayectorias disímiles, dependiendo de su forma de cálculo y de la información disponible al momento en que fueron medidas. Por una parte, las compensaciones inflacionarias tuvieron vaivenes relevantes, debido a los anuncios del programa de esterilización y de inyección de recursos al Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPCO). Así, al comparar los valores al cierre de la información del informe que se ha presentado al Consejo con aquéllos referidos al momento de la Reunión anterior, la compensación 1 en 1 aumentó algo más de 30 puntos base, mientras que la de 3 en 2 y la de 5 en 5 cayeron en torno a 10 puntos base. Por otra parte, las expectativas de inflación recogidas de la encuesta a las mesas de dinero presentaron una trayectoria similar a lo largo del mes. De esta manera, el IPC esperado a un año aumentó hasta 5,05%, más 0,20 puntos base, mientras el IPC esperado a 2 años se mantuvo levemente sobre 4,0%. Indica que a su vez, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) que cerró una vez conocido el dato de inflación de mayo, modificó al alza en 0,4 puntos base la inflación esperada a un año y en 0,20 puntos base a 2 años, llegando esta última a 3,5%. Asimismo, la inflación anual proyectada a diciembre de este año pasó desde 4,7% a 5,5%.

Menciona el señor Soto que los anuncios del programa de esterilización y de incrementos de recursos del FEPCO, junto con las noticias de inflación de mayo, provocaron vaivenes en las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile durante el mes. Con todo, comparados los niveles al cierre de este Informe con los vigentes al momento de la Reunión de mayo, la tasa de los BCU-5 aumentó algo más de 15 puntos base, mientras la de los BCU-10 lo hizo en cerca de 30 puntos base. Agrega que las tasas de los BCP a 2 y 5 años aumentaron más de 30 puntos base, mientras la del BCP-10 se mantuvo en 7,0%.

Asimismo, señala el señor Gerente que los datos conocidos de actividad durante el último mes se enmarcan dentro del escenario base previsto en el Informe de Política Monetaria de mayo para el segundo trimestre. En abril, el Imacec aumentó 4,8% anual, 2,5% al considerar el efecto calendario, valor por sobre lo esperado por la generalidad del mercado. Indica que por el lado sectorial, sorprendió el significativo incremento de la actividad del comercio y de otros servicios. Esto, en gran medida, se explicó por el desempeño del comercio mayorista, impulsado por la comercialización de maquinarias y equipos, en línea con la evolución que han mostrado las importaciones de bienes de capital. Asimismo, el comercio automotriz sigue dinámico con variaciones anuales superiores a 20%. Comenta que contrarrestaron la actividad económica los sectores de recursos naturales que siguieron con variaciones negativas. En particular, la caída en minería dio cuenta de los conflictos laborales que se han suscitado en el sector, mientras en electricidad, gas y agua siguió siendo determinante la baja disponibilidad del recurso hídrico durante abril. En el caso de industria, si se considera la diferencia de días hábiles, la producción continuó con el débil desempeño de los meses previos, con incidencias negativas de la producción de metanol y de combustibles.

ER 4



Por el lado de la demanda, señala el expositor que los indicadores de consumo privado de abril mostraron una recuperación importante luego del débil desempeño de marzo. A pesar de estas oscilaciones, en el escenario base se sigue estimando que el consumo continuará su desaceleración en el segundo trimestre del año. Por otro lado, las expectativas de los consumidores, medidas por el IPEC, siguieron deteriorándose, ubicándose en 36,5 en mayo. Menciona que respecto de las condiciones financieras, con los datos preliminares, se estima que en mayo la tasa de crecimiento anual de las colocaciones de consumo, aunque en niveles inferiores a los de fines del 2007, se mantuvo respecto de los meses inmediatamente anteriores. En relación con los agregados monetarios y crediticios, en tanto, se observa un incremento de las tasas de crecimiento del M1, alcanzando una variación de 12,3% anual, 10,1% el mes anterior.

Indica el señor Soto que en cuanto a la ocupación, las cifras del trimestre móvil finalizado en abril, no dan cuenta de grandes cambios en las holguras del mercado laboral. La creación anual de empleo siguió desacelerándose, creciendo 2,5% anual en el período, 2,8% en marzo. En términos mensuales, la ocupación tuvo una variación prácticamente nula una vez descontada la estacionalidad. Por categoría ocupacional, el empleo asalariado, sigue con variaciones anuales en torno a 6%, mientras que el empleo por cuenta propia continuó con caídas del orden de 4% anual. Por sectores, la ocupación del comercio y la construcción anotaron tasas de crecimiento anual superiores a 5%, mientras industria continúa bajo 2%. La fuerza de trabajo creció 3,4%, aunque siguió disminuyendo en términos desestacionalizados, respecto de los trimestres móviles previos. La tasa de desempleo se redujo levemente en términos desestacionalizados, ubicándose en 7,7%.

La inversión tampoco mostró cambios sustantivos respecto de su tendencia reciente, con un crecimiento importante de las importaciones de bienes de capital. Con ello se mantiene el auspicioso panorama para este componente de la demanda. En el último mes, la Bolsa local, medida a través del IPSA, aumentó cerca de 4% en pesos. En dólares, en tanto, el alza fue menor, 0,7%, dando cuenta de un mejor desempeño que el del promedio de las Bolsas mundiales, pero inferior que a nivel latinoamericano.

En cuanto a las paridades de monedas, comparados los niveles al cierre de este Informe, con los vigentes al momento de la Reunión de mayo, el dólar estadounidense se deprecia levemente respecto de una canasta de monedas. El peso, a su vez, se depreció 3,9%. Este incremento era algo mayor, previo a la publicación de los datos de Imacec e IPC a comienzos de junio. A su vez, en igual lapso, los índices multilaterales TCM-5 y TCM-X se depreciaron en una magnitud similar, mientras el TCM se depreció 4,5%. En cuanto al tipo de cambio real (TCR) se estima que promedió 89,8% en mayo, en su medida 1986=100 y, considerando los valores *spot* al cierre de este informe, el TCR alcanzaría a 93,2% en junio. El IPE estimado para junio da cuenta de un crecimiento anual similar al del cierre de mayo 15,4%, 15,5% el mes anterior.

Menciona el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que respecto de los costos, en abril los salarios nominales registraron un aumento en sus tasas de crecimiento anual, las que se ubican en rangos entre 6,7% y 8,7%, dependiendo de la medición que se considere. En todo caso, se sigue estimando que su evolución es acorde con las cláusulas habituales de indexación. Pese al mayor crecimiento de los salarios, la tasa de crecimiento anual y la velocidad de expansión de los CLU cayeron en abril, lo que se asoció al menor crecimiento del empleo y la caída en las horas efectivas trabajadas que incrementaron la productividad medida.

132 4



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

En relación a lo indicado por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, en el sentido que el gasto presupuestario del sector público continúa dinámico, sobre todo lo que se refiere a subsidios y donaciones, que afecta el ingreso disponible de los hogares, el Consejero señor Enrique Marshall señala que más bien se trata de transferencias fiscales al sector privado y no de donaciones, ya que este último término tiene otra connotación.

En cuanto al comentario del expositor señor Claudio Soto, respecto a las proyecciones para el crecimiento y, en especial, la gran corrección que se produce por el lado de la inversión, el Presidente señor José De Gregorio señala que el Banco en general siempre está enfatizando el tema de la inversión, en cuanto a que continúa creciendo, pero también se argumenta que la explicación está en energía y minería. Consulta el señor Presidente si se podría contar con algún grado de desglose de esas cifras más adelante, ya que igualmente no deja de ser sorprendente el mayor crecimiento que se produce en esas cifras de inversión, independientemente si es nominal o real.

Al respecto, el Gerente de División Estudios señor Pablo García indica que el catastro de la Corporación Chilena de Bienes de Capital contiene información sectorial en donde se observa que dos tercios de los proyectos o del incremento de la inversión de este año corresponden a minería y energía. Agrega el señor García, que de esa cifra habría que sacar el extra que consiste en los que están contribuyendo ocasionalmente y los que lo hacen de manera habitual, para efectos de tener una visión algo más de tendencia.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le llama la atención que la desaceleración que se esperaba en el margen de la demanda final no sea tal, y agrega que toda la corrección es hacia arriba a lo largo de todo el año. Indica que no existe desaceleración, sino que hay un cambio de composición en el agregado global y, en lo que al Banco le podría interesar, porque es donde influye la política monetaria, hay una revisión hacia el alza.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta en relación al consumo del Gobierno, cuáles serían sus componentes, porque afirma que existe una parte que debe quedar en el consumo privado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Soto señala que el Gobierno toma una porción de las transferencias de los subsidios, en aquella parte vinculada a educación y a salud. Agrega el señor Soto que el gasto incluye otros subsidios y otras transferencias que no están en el consumo de Gobierno y, en consecuencia, parte de este aumento en el consumo corresponde a Gobierno. Sin embargo, el referido consumo del Gobierno representa un 10% mientras que el gasto del Gobierno es un 20% del PIB.

Handwritten initials or signature in blue ink.



El Gerente señor Soto señala por otra parte, que ha preparado un cuadro respecto de los anuncios del 21 de mayo y de los anuncios del FEPCO, bajo el supuesto de cómo se irían gastando esos fondos y que en base a eso no se rompe el marco de la regla de superávit estructural, debido a que el *shock* inflacionario que se está observando produce que el gasto real crezca menos de lo que se estaba proyectando anteriormente.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, sobre el tema del crecimiento, afirma que trimestre a trimestre desestacionalizado, es posible observar que curiosamente en los dos primeros trimestres donde el crecimiento en 12 meses fue bajo, la velocidad es realmente de 6%, y después se proyecta para el segundo semestre una caída en la velocidad a un ritmo anual de un 3%. Consulta cuál es la explicación para ello.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García, en relación a la consulta del señor Vicepresidente menciona que existen dos aspectos a considerar. Uno de ellos es que la aceleración del primer trimestre y parte del segundo es la evolución del ciclo y el rebote de lo que se observó la segunda mitad del año pasado. Agrega que hacia el segundo semestre estaría afectando la desaceleración global y el efecto que eso tiene sobre el crecimiento en Chile y que de hecho, si se recuerdan las discusiones del *IPoM*, se hablaba de la ampliación de brechas que comienzan desde el segundo al cuarto trimestre y que después hacia la mitad del próximo año nuevamente comienza a cerrarse la brecha. En consecuencia, la desaceleración y la ampliación de brecha que se consideraba en el *IPoM* es producto del escenario mundial que es justamente hacia fines de este año y principios del próximo, lo que se captura, en parte, en la desaceleración del PIB.

Respecto al comentario del señor Gerente de Análisis Macroeconómico sobre las cifras de empleo y su composición, el Consejero señor Manuel Marfán comenta que el hecho que la fuerza de trabajo de las mujeres no siga creciendo al 9%, sino que a poco menos que el 6%, es como una normalización de lo que sucedía, puesto que lo anormal era la velocidad con que estaba creciendo.

Sobre el mismo tema, el señor Soto señala que, como es habitual, de acuerdo a los antecedentes que se discutieron con el Instituto Nacional de Estadísticas, se señaló que existe una nueva encuesta que trata de capturar de mejor manera las estadísticas de fuerza laboral. De acuerdo a las informaciones preliminares que se han entregado, se aprecia que la tasa de participación sería más alta que la que tiene el Banco. En todo caso, señala que recién en el mes de enero, cuando empieza a operar esta nueva encuesta, podrá analizarse con mayor información esta materia.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux comenta que es interesante mencionar que los periodos de fuerte crecimiento de la oferta de trabajo corresponden a aquéllos en que las familias necesitan más ingresos y la mujer sale a trabajar.



En relación a la encuesta de empleo del INE y la implicancia de la reducción de las horas trabajadas, el Gerente señor Claudio Soto menciona que cuando se actualizó la encuesta de empleo y se hizo el empalme correspondiente, las horas quedaron sin un tratamiento y lo que se ha observado es que existe una tendencia decreciente en los datos sobre horas de los últimos 10 ó 12 meses y, en consecuencia, le parece que se trata de una cifra algo extraña que habría que observar para determinar qué es lo que podría estar ocurriendo.

El Gerente de División Estudios sobre el mismo tema comenta que cuando se cambió la jornada, se reflejó de manera muy nítida en la encuesta el cambio en las horas trabajadas que reportaban los hogares. Agrega que lo anterior, sirvió para validar de alguna manera la estadística y para efectuar los cálculos de productividad corregida. Tal como lo ha explicado el Gerente señor Claudio Soto, el problema con la nueva encuesta es que los empalmes que se realizan se efectúan solamente a nivel de algunos agregados, y no se hace un empalme total de toda la información de la encuesta porque es imposible, ya que no es suficientemente representativa y, precisamente en el caso de las horas trabajadas es difícil realizar dicho empalme.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta para mejor conocimiento de esta información, que en los países desarrollados, como en Estados Unidos de América, muchos contratos son por horas, y por tanto estos datos son muy claros. En el caso de Chile, lo único que podría cambiar son las horas extraordinarias, ya que no se puede modificar la jornada de un trabajador.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que, observando el gráfico sobre el empleo, se confirma que los salarios no están reflejando efectos de segunda vuelta como es habitual.

El Presidente señor José De Gregorio agrega que lo anterior es coherente con la caída del salario real, porque los ajustes habituales lo que hacen es reponderar dicho salario.

El Consejero señor Manuel Marfán, con respecto al mismo tema, indica que si a esta medida se le restara la productividad observada, la tasa de crecimiento de la productividad podría ser una mejor medida de los Costos Laborales Unitarios, en el sentido que una parte de la aceleración de dicho Costo Laboral es la respuesta de los salarios a la mayor inflación. En consecuencia, cree que los salarios reales están cayendo, los salarios nominales están subiendo, pero lo están haciendo en menor medida que la inflación. Agrega que no tiene la sensación que sean los costos laborales los que estén empujando la inflación, sino más bien la inflación que es la que está empujando los salarios. Menciona que si se resta ese componente no para reemplazarlo, pero aporta información de cuánto puede estar liderando presiones inflacionarias a los salarios.

JBH



El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que se podrían efectuar esos cálculos. Sin embargo, menciona que debe tenerse cuidado con la interpretación precisa de cuánto pueden estar impactando en la inflación, porque el único mecanismo que cuantitativamente se ha podido observar, saber que existe, tratar de evaluar a magnitudes relativamente pequeñas y si está desalineado o no, es el impacto de la inflación sobre salarios. Agrega que ese es el único mecanismo del que se conoce más o menos la magnitud y que se puede monitorear en alta frecuencia. Por otra parte, señala que el impacto de productividad no es claro que mida productividad sobre los salarios, y que existen muchas dudas de cuáles son los niveles normales y cómo evoluciona con la coyuntura. En consecuencia, le parece que es algo más difícil sacar conclusiones precisas si se están gestando presiones inflacionarias de un mes a otro. Estima que tal vez se podrían hacer mediciones más de mediano plazo, aunque en la coyuntura cree que será muy difícil observarlo, pero se puede calcular.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que el Banco ha esgrimido el argumento que las remuneraciones están respondiendo más menos a mecanismos habituales de indexación y, en ese sentido, quiere refrescar qué significa realmente aquello. Qué significa la habitualidad, qué periodos se están considerando, y cuánto es lo que efectivamente es normal que se traspase.

El Gerente señor Claudio Soto señala que existe un gráfico que se encuentra en el informe presentado para esta Reunión que mide la dinámica de salarios privados, por inflación rezagada, que después de obtener las cifras toma la dinámica de indexación habitual de los salarios y con esta información se aprecia que éstos no estarían creciendo más lo que resultante de la aplicación de las cláusulas habituales de indexación.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García menciona que lo que se aprecia en los gráficos que se exhiben, es que se supone que una fracción de los salarios de los contratos que se renegocian o se reajustan con la inflación acumulada en cada trimestre, y que existe otra fracción que se reajusta con inflaciones acumuladas en plazos mayores a un año. Agrega que a partir de lo que se supone de cuán importante son unos versus los otros, se puede calcular, dada la evolución de la inflación, cuánto debiesen estar subiendo los salarios nominales. En consecuencia, es una calibración o estimación de cuánto es el impacto de las cláusulas de indización sobre la dinámica salarial. Menciona también el señor García, que le gustaría conocer qué ha sucedido con el tipo de contrato que se está firmando hoy día en relación a lo que se hacía con anterioridad, y saber si hace 3 años atrás eran distintos que hace 10 años. Agrega que esa información no existe, a pesar que sí hay una encuesta que la realiza, pero es muy cuestionada, ya que la efectúa la Dirección del Trabajo con la colaboración de los inspectores de ese Organismo.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que existe una amplia evidencia que, efectivamente, la inflación rezagada explica la evolución de los salarios nominales en forma contundente. Menciona también que antiguamente la Dirección del Trabajo solía tener un registro de los contratos colectivos, también de los convenios colectivos, que son aquéllos que se negocian fuera de los plazos legales establecidos para los contratos colectivos. Asimismo, tenían información desde hace mucho tiempo, respecto de la tabulación de estos últimos, en cuanto a cuáles eran las distribuciones de las reglas de reajustabilidad y no cree que

24



esta situación se haya modificado. Puede haber cambiado la dispersión, pero recuerda que el contrato moda era muy fuertemente de reajuste cada 6 meses.

Indica el señor Consejero que tiene la impresión que si uno usa ese factor, suponiendo que hay contratos traslapados con esa regla de indexación, se puede efectuar un cálculo para ver si existe evidencia.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que otra manera de chequear esta información sería calcular cuál es la evolución de la productividad de trabajo implícita en el gráfico de que se trata y ver si eso tiene algún sentido.

El Presidente señor José De Gregorio menciona que si se cuenta con los datos a que se refiere el Consejero señor Marfán, podrían obtenerse datos del aumento salarial bruto de la última renegociación. Sin embargo, está siempre la situación que existen problemas adicionales, pero de esa información se lograría tener una visión mucho más cercana de cuánto fue el aumento salarial de los contratos negociados colectivamente durante este período, ya que ellos ya tienen tabulado cuántos contemplan indexación. Agrega, que la pregunta más de fondo que siempre ha efectuado es si esa es la indexación habitual, pero si esta fue obtenida, se calculó respecto del salario independiente del modelo que se usa para proyectar la inflación. La pregunta que se hace es si esa indexación habitual es coherente con el período de dos años y con la convergencia de la inflación con la estructura de tasas que implícitamente se tiene. En consecuencia, señala que en esta hipótesis todo estaría incluido en el modelo, pero no sería coherente con los objetivos.

En relación con las sorpresas de inflación, el Gerente señor Claudio Soto señala que se proyectaba en la Reunión de Política Monetaria pasada, que era el Informe de Política Monetaria de mayo, una variación de 0,22 puntos base para alimentos en circunstancias que fue de 0,48, explicado por una concentración en tres ítems, legumbres, arroz y bebidas. Se trata de un *shock* muy importante, pero muy concentrado a la vez.

El Presidente señor José De Gregorio señala que como efecto de segunda vuelta el alza de los plásticos y del transporte afectó el mayor precio de las bebidas.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que en el caso del aumento del precio de las legumbres y del arroz, existe un componente muy importante de transporte. Agrega que le parece que es un margen suficientemente grande y que es muy difícil de pensar que todo movimiento sea por el consumo básico.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que ha habido un alza en alimentos que pareciera ser bastante generalizada e indica que desconoce si esa situación o lo que se observa también en otros países, demuestre con claridad que han subido los granos y el arroz. Sin embargo, indica que en el caso de Chile parece que suben todos los alimentos. Al respecto, consulta las razones para ello, si el precio de la zanahoria no tiene nada que ver con la situación internacional. Comenta que el discurso que se escuchaba el año anterior era la sequía y que entonces nace una pregunta que aún no tiene una respuesta muy clara. Se

ja 4



pregunta si los productores pueden acomodar fácilmente los precios y si es así, ello sólo puede ocurrir cuando hay una demanda que es más o menos tibia.

El Presidente señor José De Gregorio, a propósito del comentario del Consejero señor Marshall, señala que la demanda tradicional no empuja la actividad y por lo tanto, nada sucede con la demanda, pero la capacidad de traspasar precios internacionales a precios locales puede estar influida por demanda. Agrega que Chile es uno de los países que tiene más inflación interna de alimentos en el mundo y se podría pensar que la fuerza de la demanda hace que el traspaso del bien importado a primera aproximación se cumpla más en otros países que en el nuestro.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que, con respecto a este último tema, hay varias preguntas difíciles de responder, pero en principio podrían conceptualizarse en que en realidad no es un problema de demanda, sino que las condiciones de ésta hacen que la elasticidad que pueda existir en los márgenes, en situaciones de aumentos de costos, sea más bien rígida o las demandas son más inelásticas y los aumentos de costos se transmiten a precio final sin modificar demasiado los márgenes. En otras circunstancias, quizá existe un poco más de elasticidad y por lo tanto, los márgenes se tienden a comprimir cuando aumentan los costos, y menciona que en la coyuntura actual pareciera que ello no está ocurriendo.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que desea efectuar una reflexión al respecto. En primer lugar, señala que Chile es de los países con más alta inflación de alimentos y que el aumento de 15% en hortalizas y otros hace menos de un año, aún está afectando el IPC. En segundo lugar, menciona que al igual que los salarios, existe un aumento en la inflación por cualquier efecto y posteriormente esa situación se empieza a traducir en salario nominal. Sin embargo, lo que se esperaría es que el IPC suba primero y los salarios nominales después; los salarios reales caen al principio y después bajan y suben hacia el final y todo eso se estabiliza para volver a 3%. No obstante, indica que existe una especie de ciclo que se debería esperar para que esto ocurra. Asimismo, le parece que debería haber un ciclo esperable en los efectos de segunda vuelta, pero indica que si existe un aumento del *shock* de petróleo que hace subir los precios del transporte, y que también influye sobre una serie de otros bienes y así sucesivamente, se deberían esperar efectos normales de segunda vuelta y así comparar lo que está ocurriendo respecto de lo que sería normal que ocurriera. En consecuencia, señala que su hipótesis nula en este instante consiste en que el fenómeno de inflación en la actualidad resulta más generalizado que los *shocks*, porque la inflación no alimentos, no petróleo en 12 meses, como la miden otras partes, se encuentra en 4,5% anual, porque las sorpresas se empiezan a distribuir en muchos elementos y por tanto, cuando son demasiadas las sorpresas, surge la pregunta si no existe algún elemento más bien macroeconómico atrás de los aspectos de carácter macroeconómico. Estima que si eso está ocurriendo, la consulta que habría que formularse es si eso es normal después de haber tenido *shocks* anteriores tan importantes y a lo mejor esa situación podría analizarse en otra oportunidad para conocer cuáles son efectos de segunda vuelta normales, respecto de otros que no lo son.

for h



El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto comenta que de los efectos de segunda vuelta ítem por ítem es bien difícil obtener información, porque en general los ajustes son muy discretos en cada uno de ellos. Sin embargo, cuando se analizan las estadísticas un poco más agregadas que son los modelos de series de tiempo, de alguna manera éstos capturarían la persistencia histórica recogida por las estadísticas. Además, estos modelos presentan una mayor inflación que las proyecciones que se muestran.

El Presidente señor José De Gregorio señala que le parece necesario analizar algo más el tema de la demanda y la inflación, porque se podría pensar en modelos con dos capacidades, y entonces habría la brecha de transables y la de no transables.

Respecto a proyecciones de inflación, el Gerente señor Claudio Soto señala que se tiene un IPC a diciembre de 6,15%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que es una proyección razonable. Sin embargo, cree necesario referirse a algunos escenarios de riesgos y otros elementos que no están considerados. Por ejemplo, entiende que las tarifas eléctricas deberían reducirse en noviembre, lo que probablemente no está considerado en la información que se presenta. Sin embargo, existe alguna posibilidad que la reducción de las tarifas se produzca antes de esa fecha. El señor Soto señala que lo que sucederá antes de esa fecha es la dictación de un decreto tarifario, que habitualmente tiene un rezago de uno o dos meses, por lo cual sus efectos se verían recién en el mes de enero del próximo año.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que el costo general de las tarifas ha caído bastante, alrededor de un 45%. Sin embargo, su impacto finalmente en la tarifa regulada residencial está muy mediatizado, porque existen muchos ponderadores y promedios móviles que suavizan este efecto.

El Consejero señor Manuel Marfán, en relación a un comentario del señor Vicepresidente sobre los precios del petróleo, en el sentido que existiría alguna dinámica que lleva a que esos precios no se sostengan o se reduzcan en el futuro, le parecen que constituyen elementos de riesgo que no están en el escenario actual, pero cree que es un riesgo a la baja, así como también al alza, como por ejemplo que el precio del petróleo se fuera a los 200 dólares el barril, por indicar algún rango.

El Gerente señor Claudio Soto comenta que el precio que más afecta es el del petróleo, atendida las magnitudes y variaciones que se han observado últimamente y de cómo afecta al IPC. Asimismo, indica que se consideró en el escenario de riesgo del *IPoM* la posibilidad de una caída importante en el precio del petróleo, que podría ser un *shock* adicional en el precio hacia futuro para un lado u otro. Agrega que el otro elemento de riesgo que se considera es que esas proyecciones no incluyen efectos de segunda vuelta importantes a lo que habría que poner atención. Menciona también que se realizó una evaluación después de la Reunión de Política Monetaria de marzo respecto a cómo se había observado un traspaso de precios, en que probablemente los efectos de segunda vuelta serían menores y eso de alguna manera todavía está capturado en la proyección. Por otra parte, agrega que los modelos de

BR 4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 124
Política Monetaria
10.06.2008 21.-

series de tiempo muestran inflaciones bastante más altas que podrían estar capturando efectos de segunda vuelta que no están incluidos en esa parte de la proyección.

El Gerente señor Claudio Soto indica que, en atención a las trayectorias de tasas actuales, se aprecia un leve empinamiento de la Tasa de Política Monetaria, respecto de lo que se había observado en las semanas anteriores, lo que se mantendría hacia fines de año y que el próximo año habría recortes de tasas de acuerdo a las encuestas con que se cuenta.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta cómo se interpreta que esta nueva información esté entregando pistas de desanclaje de expectativas. El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que existen riesgos que efectivamente la inflación no vuelva a 3% en veinticuatro meses y cree que la discusión de si las expectativas están o no ancladas constituyó una mala decisión del Banco cuando se puso en un Comunicado el año pasado. Le parece que esta ocasión sería una buena oportunidad para sacar ese tema de la comunicación pública del Banco, pero que efectivamente los riesgos son que con ese *shock* adicional, el escenario de inflación que se tenía en el *IPoM* de mayo no se cumpla, es decir, que en veinticuatro meses más uno, que es el que ya ha transcurrido, no se converja a 3%, con la trayectoria de tasas que se tenía implícita en ese momento.

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

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 124.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de División Estudios señor Pablo García a fin que presente las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión.

El Gerente de División Estudios señala lo siguiente:

1. En la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo decidió mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25 puntos base, eliminando el sesgo en la comunicación de futuros ajustes en la Tasa de Política Monetaria. Agrega el señor García que en esa Reunión se señaló que cambios futuros en la Tasa de Política Monetaria dependerían de las implicancias para la inflación del complejo escenario internacional, el grado de propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios y el surgimiento de nuevas presiones inflacionarias.
2. Agrega el señor Gerente de División mencionado, que desde dicha Reunión, las principales noticias que se han acumulado son las siguientes:
 - En el ámbito internacional, aunque se avizora una desaceleración del crecimiento algo menos acentuada que la prevista el mes pasado, los indicadores coyunturales siguen mostrando una situación de debilidad cíclica en Estados Unidos de América y la situación financiera sigue siendo incierta.



- Señala también que el precio del petróleo y sus derivados ha aumentado de manera significativa, provocando tensiones importantes en diversas economías y aumentando la preocupación respecto de la inflación mundial. Las tasas de interés de largo plazo en el mundo han tendido a subir de manera relevante respecto de los mínimos de hace un par de meses.
 - El crecimiento interno de abril estuvo dentro de lo previsto, con lo que no se modifican mayormente las perspectivas de crecimiento para el segundo trimestre contempladas en el *IPoM*. Hacia adelante, la significativa mejora de la situación hídrica, junto con los esperados efectos calendario y por base de comparación, permite esperar registros de crecimiento interanuales superiores a 5% para el segundo semestre.
 - En el caso de Chile, la inflación de mayo sorprendió significativamente al alza, empujada una vez más por sorpresas en alimentos y energía. Las tendencias subyacentes de los precios mostraron un repunte y el peso tuvo una depreciación adicional de cerca de 4% con respecto a la Reunión de Política Monetaria de mayo. Indica el señor García que el conjunto de antecedentes disponibles lleva a revisar al alza hasta en más de un punto la inflación anual del segundo semestre.
 - Señala el Gerente de División que las expectativas de inflación se han incrementado a partir de las noticias recientes con grados relevantes de volatilidad en algunos casos. Luego del último *IPoM*, de los anuncios de esterilización y de la sorpresa inflacionaria de mayo, las expectativas privadas para la Tasa de Política Monetaria sugieren que el mercado y los analistas anticipan una Tasa de Política Monetaria mayor que la antes esperada. Este nuevo panorama es más marcado para los precios financieros que para la encuesta de expectativas.
3. Comenta también el señor García, que la ausencia de un sesgo en los comunicados de la Reunión de Política Monetaria de abril y mayo era congruente con una evolución de la inflación desde enero, similar o incluso inferior a la prevista a principios de año, y con la evaluación de que el balance de riesgos sobre la inflación en el último Informe estaba equilibrado. Este panorama ha cambiado, ya que se estima que los nuevos *shocks* inflacionarios en alimentos y combustibles son suficientemente elevados como para tener consecuencias sobre las perspectivas de inflación para los próximos trimestres.
4. Señala el señor García que son tres los elementos principales que se deben tomar en cuenta en relación a la magnitud de estas consecuencias. Menciona en primer lugar, la dinámica de la inflación importada, incluyendo la persistencia del actual tipo de cambio y de los mayores precios de los alimentos y de la energía. Agrega en segundo lugar, la evolución de las brechas de capacidad. Finalmente, menciona el señor García en tercer lugar, el patrón de propagación inflacionaria hacia precios subyacentes, salarios y expectativas.
5. Respecto a la Reunión de Política Monetaria pasada, el señor Gerente de División Estudios indica que el primer elemento mencionado está detrás de la mayor inflación efectiva. Agrega el señor García que el precio internacional del petróleo ha seguido subiendo, mientras que los precios internacionales de varios otros productos básicos se mantienen en niveles altos. Menciona que las perspectivas de crecimiento mundial se han corregido en algo al alza, por lo que no se modifica el panorama de estrechez global tras

JP hf



estos elevados precios. Por su parte, las consecuentes preocupaciones inflacionarias globales han tendido a elevar las tasas de interés de largo plazo en el mundo.

6. El señor García indica que en relación al segundo elemento, no se aprecian antecedentes que modifiquen las perspectivas de crecimiento hacia adelante. En términos de la generación eléctrica y costos energéticos, las noticias han sido favorables y los antecedentes sectoriales siguen siendo congruentes con el rango de proyección de crecimiento para el año. La demanda interna continúa creciendo a tasas elevadas y con un componente importado significativo.
7. Finalmente, manifiesta el señor García que mientras el conjunto de medidas de inflación subyacente ha mostrado un aumento adicional, los salarios continúan creciendo a tasas congruentes con las cláusulas habituales de indización. Las medidas de expectativas de inflación basadas en encuestas han incorporado la sorpresa más reciente, señalando aumentos relevantes en las trayectorias esperadas de la inflación dentro de los próximos dos años. Señala que las compensaciones inflacionarias, han tenido muy elevados grados de volatilidad por el impacto de anuncios oficiales y de las sorpresas de precios y siguen estando desviadas de la meta, particularmente a los plazos más cortos.
8. Hace presente el señor García que estas consideraciones motivan una revisión relevante de las proyecciones de inflación anual para el segundo semestre de este año, comparable o incluso mayor a la que se deduce de diversos indicadores de expectativas privadas, lo que constituye la materialización de un escenario de riesgo, distinto al escenario central contenido en el último *IPoM*, lo que lleva a descartar la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión.
9. Menciona el señor García que en términos de la magnitud de una decisión de alza de la Tasa de Política Monetaria, las noticias del mes sugieren un aumento de 25 ó 50 puntos base. La decisión precisa de cuál es la magnitud más apropiada en esta ocasión depende de cómo se ponderen los antecedentes anteriores y de cuánta certeza éstos otorguen a las perspectivas inflacionarias de los próximos trimestres. Indica que tanto para ello como para la eventual incorporación de un sesgo, es clave la evaluación que se realice de la persistencia de la mayor inflación proyectada con relación al escenario base del *IPoM*. Agrega que como referencia, recuerda que el escenario base del *IPoM* contemplaba una trayectoria de la Tasa de Política Monetaria que podía acomodar tanto un alza como una baja de 25 puntos base de aquí a fin de año.
10. Hace presente el señor García que como es habitual, consideraciones de orden comunicacional pueden llevar esta vez a ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. Señala que en esta ocasión, el mercado anticipa mayoritariamente un ajuste al alza de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base, asignándole además una probabilidad alta a un alza adicional en meses posteriores. Comenta el Gerente de División Estudios que tan relevante como la decisión de tasas en sí misma, es lo que se deduzca del Comunicado, respecto de ajustes adicionales de la Tasa de Política Monetaria en los meses venideros. Un aumento de 25 puntos base con un sesgo al alza estaría en línea con lo que espera el mercado, mientras que un aumento de 50 puntos base no constituiría en sí mismo un elemento extraordinariamente sorpresivo si se acompaña de un nítido sesgo neutral.

RP h



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

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón manifiesta que desde la Reunión de Política Monetaria anterior, se han tenido las siguientes noticias inesperadas que han cambiado el panorama inflacionario que se enfrenta:

- a) La inflación proyectada por el Banco Central de Chile a diciembre pasó de 4,7% (*IPoM*) a 6,2% (Reunión de Política Monetaria de junio), esto es, 150 puntos base en menos de un mes. Los factores detrás de este aumento fueron ampliamente debatidos en la Reunión de la mañana. Sin embargo, consigna que la sorpresa en el IPC de mayo representa sólo un tercio de este aumento.
- b) Las expectativas de inflación medidas en encuestas y las compensaciones inflacionarias de los distintos instrumentos han subido significativamente, destacando que estas últimas han aumentado en aproximadamente 70 puntos base para los próximos doce meses y 85 puntos base para los siguientes doce meses. Si bien se sabe que estas compensaciones tienen premios, le parece que es ilustrativo observar que la proyección de inflación del mercado a diciembre está en 6,5%, no muy distinto a lo reportado por la Gerencia de División Estudios.

Manifiesta el señor Gerente que por el lado de la actividad y salarios, no se observan elementos significativamente distintos a lo proyectado anteriormente. Señala que el conjunto de antecedentes anteriores, materializa un escenario de riesgos que es distinto al proyectado en el *IPoM*, el cual al mismo tiempo aleja al Banco Central de Chile del pronóstico de que la inflación va a converger al rango de meta a mediados del año 2009. El riesgo mayor, y es lo que se debe evitar, es que los aumentos de precios se hagan más persistentes y que los agentes se acostumbren a tener inflaciones altas por más de dos años, considerando que subió del 4% hace casi un año (julio 2007) y que en el mejor escenario en algo menos de un año más volvería a 4%. Este acostumbramiento, podría hacer que incluso la vuelta al rango meta se postergue hasta fines del año 2009, configurando dos años y medio de inflaciones por sobre el 4%.

Con estos antecedentes, el Gerente señor De Ramón recomienda al Consejo un aumento de 50 puntos base en la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión. Indica que un aumento de 25 puntos base sería visto como una respuesta inadecuada a un *shock* de inflación de magnitud y a expectativas de inflación que han subido significativamente y un aumento de 50 puntos base, hasta 6,75%, si bien es inesperado, está incorporado en la curva *swap* para los próximos dos o tres meses.

Señala que si bien un aumento mayor a 50 puntos base debe eliminarse, para no distorsionar significativamente los precios, considera que no debe descartarse para nada realizar otros aumentos adicionales en los próximos meses, considerando que una sorpresa de 150 puntos base para el año 2008, como está considerado en el escenario de proyecciones de esta Reunión de Política Monetaria, es altamente probable si se cumple la proyección de la Gerencia de División Estudios y de los seguros de inflación.

PR 20



El Gerente de División Política Monetaria señor Kevin Cowan señala que cree que las principales noticias desde la última Reunión de Política Monetaria son tres. En primer lugar, *shocks* a niveles de precios con potenciales impactos de segunda vuelta sobre la inflación, en particular el alza significativa que se ha observado en el precio internacional del petróleo *spot* y el registro de inflación para mayo significativamente más alta a la esperada en la Reunión de Política Monetaria anterior y por el mercado. En segundo lugar, *shocks* a la tasa de crecimiento esperada de precios externos claves, entre los cuales se incluye el alza en la inflación esperada para el petróleo en los próximos meses, y alzas en las tasas de inflación efectivas y esperadas en economías desarrolladas, en particular en los índices de precios productor que son intensivos en bienes transables y por lo tanto, una mejor medida en los precios externos relevantes para Chile. En tercer lugar, las alzas en las expectativas de inflación que mencionaba el señor Gerente de División Operaciones Financieras, en especial la expectativa de uno en uno, recogidas por las encuestas múltiples que realiza el Banco Central de Chile y los agentes. Indica que esos tres conjuntos de noticias sugieren un alza en la Tasa de Política Monetaria, tal como se discute en la Minuta de Opciones.

El Gerente de División señor Cowan recomienda al Consejo, en consecuencia, un alza de 25 puntos base con un sesgo al alza. Indica que desea enfatizar tres factores para justificar la magnitud de esta propuesta. En primer lugar, la desaceleración reciente del precio internacional de algunos de los productos básicos claves, que aún no se ha visto reflejado en precios domésticos, y sobre los mecanismos de transmisión se tiene algún grado de incertidumbre. En segundo término, aumentos de salarios que aún son consistentes con cláusulas de indexación históricas, tal como se discutió en la Reunión de la mañana. En tercer lugar, la persistencia de altos niveles de incertidumbre en mercados financieros internacionales, que de hecho en el margen difieren levemente con la visión expuesta en la Minuta, respecto a una mejora en la actividad esperada en Estados Unidos de América, esto en un contexto de alza esperada en las tasas de política monetaria, aumento en el precio del petróleo y caídas sustanciales del precio de viviendas en varias economías desarrolladas. Indica que estos tres factores son los que considera que deben ser incorporados al análisis para matizar el alza y los que justificarían la decisión de subir la tasa en 25 puntos base con un sesgo al alza y no en 50 puntos base.

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

El Consejero señor Sebastián Claro señala que la principal novedad del mes fue el alto registro de inflación. Indica que más aún, ese registro ha sido percibido, tanto interna como externamente, como una señal que la trayectoria de la inflación en los próximos trimestres será bastante superior a la proyectada en el Informe de Política Monetaria de mayo.

Menciona el señor Consejero que motivos para este cambio en perspectiva son diversos y, en su opinión, justificados. Por una parte, señala que se observa en el mundo una genuina cautela con la evolución futura del precio del petróleo, y le parece que es notable como los principales Bancos Centrales han fortalecido su discurso anti-inflacionario. Agrega que resulta difícil pensar que Chile podrá abstraerse de ese escenario. Por otra parte, indica que se observa también una mayor generalización en las alzas de precios en Chile, que los efectos puntuales observados en meses anteriores y que esa es una fuente de preocupación importante. Aún con toda la incertidumbre asociada a la trayectoria de la inflación, cree que el Banco Central de Chile debe actuar decididamente en esta circunstancia, y por lo tanto, se



inclina por subir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base. Indica que las razones para ello son las siguientes: en primer lugar, el sostenido aumento en la inflación esperada a diversos plazos ha hecho aumentar el impulso monetario. Como muestra de ello, la estructura de tasas de interés reales se encuentra con una inclinación no vista hace mucho tiempo y las tasas cortas están particularmente bajas. Le parece que este fenómeno no debe perdurar, ya que es contraproducente con el objetivo anti-inflacionario del Banco, y no ve que sea posible afectarlo sin un ajuste significativo en la tasa de política. En segundo término, las expectativas de inflación comienzan a dar señales duras de diferir de la meta en plazos medianos. También le parece necesario asegurar que las expectativas de inflación estén firmemente ancladas en el horizonte de política y dar seguridad al mercado que el Banco Central es firme en su compromiso contra la inflación y que está en la esencia del esquema de política monetaria actual, y que no existe espacio para equivocarse al respecto. Agrega que se deben aprovechar las difíciles circunstancias actuales, como una oportunidad para dar una señal que el Banco Central es pro-activo en el control de la inflación.

Menciona también que un aumento de la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos bases no es una medida preventiva. En su opinión, corrige de manera importante, pero no totalmente, el rezago en la Tasa de Política Monetaria. Indica que la evolución del producto potencial discutida en el último *IPoM*, el fuerte dinamismo que muestran distintos componentes de la demanda agregada y el alto crecimiento que continúan mostrando los agregados monetarios y el crédito, sugieren que el impulso monetario no debe ser expansivo. Aún con un ajuste de la Tasa de Política Monetaria de esta magnitud, todavía se está en el segmento expansivo de la política monetaria. Por lo anterior, cree que es probable que este ajuste no sea el último.

Indica el señor Consejero que considera que junto con esta decisión, se deben comunicar al mercado tres ideas: i) reiterar que el Banco Central de Chile hará todo lo que corresponda para reencauzar la inflación a la meta en el horizonte de política; ii) mencionar de manera implícita que la métrica sobre la cual el Consejo decidirá nuevas acciones de política no es la nueva proyección de inflación, sino la trayectoria descrita en el *IPoM*. En otras palabras, que este ajuste no es necesariamente definitivo dadas las novedades en el panorama de inflación; y, iii) que desviaciones hacia arriba de la inflación, respecto de esa trayectoria, siguen siendo de especial desagrado para este Consejo.

Por otra parte, señala el Consejero señor Sebastián Claro que mostrar un sesgo completamente neutral, sin ningún indicio de un posible ajuste en el futuro, no es conveniente por dos razones: primero, ya que expone injustificadamente aparecer reaccionando en el futuro a un *shock* inesperado que no es tal. Segundo, que se correrá el riesgo de debilitar la percepción de los agentes respecto de la convicción con que se toma esta decisión.

Por lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por subir la Tasa de Política Monetaria a 6,75%.

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

Señala el señor Consejero que las noticias del último mes han configurado un panorama inflacionario aún más complejo que el visualizado con anterioridad. En el frente externo, las condiciones reales y financieras no han cambiado significativamente. Agrega que las perspectivas de crecimiento indican siempre una desaceleración en los países



desarrollados, si bien algo menos pronunciada que con anterioridad. Señala el señor Consejero que los mercados financieros muestran una leve mejoría respecto de meses anteriores, pero varios segmentos siguen observando grados relativamente altos de estrés. En esta perspectiva, se mantiene la preocupación por el deterioro en la hoja de balance de los intermediarios financieros y los efectos de ello sobre la disponibilidad de crédito y la actividad real. Agrega que la principal fuente de preocupación proveniente del exterior es la evolución del precio del petróleo, que ha seguido una trayectoria por sobre la anticipada, y que en el transcurso del último mes ha vuelto a subir. A ello se agrega el alto nivel en que se mantienen los precios de los recursos naturales en general, incluidos los alimentos. Menciona que todo ello ha contribuido a delinear un cuadro para la inflación mundial bastante más pesimista y preocupante que el presentado en nuestro último Informe de Política Monetaria. En su opinión, la pregunta que surge es cuál será el ajuste a nivel global requerido para que la inflación se contenga y vuelva a ubicarse en rangos aceptables. Congruente con ello, los mercados financieros han reaccionado con alzas en las tasas de interés, anticipando los próximos movimientos de los bancos centrales.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que en el frente interno, los mercados monetario y crediticio no presentan novedades significativas. Los ajustes que se han estado observando en tasas de crecimiento de algunos agregados y en las tasas de interés cobradas a los clientes, siguen siendo más bien graduales. En esa misma línea, señala que el mercado bancario ha sido lento en trasladar el aumento de la inflación a las tasas nominales, con lo cual las tasas reales han disminuido, por lo menos transitoriamente. Indica también el señor Consejero que en el mercado de renta fija, las tasas han subido, en respuesta a factores tanto internos como externos. Por su parte, indica que el peso se volvió a depreciar respecto del nivel observado en la última Reunión y, en lo más reciente, ha experimentado fluctuaciones, respondiendo, en parte, a los movimientos del dólar y, en parte, a noticias internas. Menciona además el Consejero señor Marshall que las cifras del último mes reafirman la debilidad en la evolución de la actividad real, que en buena medida se focaliza en los sectores de oferta. Comenta que el último registro de IMACEC sorprendió al alza, pero estima que no cambia significativamente la apreciación que se tenía sobre la evolución de la producción interna.

Por su parte, señala que el empleo muestra algún grado de desaceleración. Con todo, la tasa de desocupación se mantiene relativamente estable. La demanda permanece bastante dinámica, lo que se traduce en una fuerte expansión de las importaciones. Indica que las señales de desaceleración por el lado del consumo se atenúan en lo más reciente. En todo caso, la inversión sigue siendo el componente más dinámico de la demanda interna.

Comenta el señor Consejero que para efectos de la política monetaria, la noticia más importante es el nuevo incremento de la inflación, que ha alcanzado un registro anual de 8,9%. Con ello, la trayectoria de la inflación se ubica por sobre la anticipada con anterioridad y los riesgos de verse enfrentados a nuevas desviaciones o sorpresas han aumentado. Agrega que el mercado ha reaccionado ajustando hacia arriba sus expectativas de inflación. Sin embargo, esta alta y creciente inflación sigue mostrando una propagación más bien acotada hacia los salarios. Con todo, la evolución de las remuneraciones sigue siendo una materia de especial interés por sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

Por su parte, señala el Consejero señor Marshall que las expectativas para la Tasa de Política Monetaria se han ajustado al alza. Agrega que a la fecha de la última Reunión de Política Monetaria, la curva con los movimientos esperados hacia adelante se mostraba relativamente plana. Ahora, ésta aparece empinada y, según la fuente utilizada, sugiere entre



uno y tres ajustes en el horizonte de política. En todo caso, la expectativa de un ajuste al alza en el corto plazo no parece en discusión.

En suma, menciona el señor Consejero que el cuadro macro se ha tornado más complejo porque se visualiza una mayor inflación y riesgos más altos para su trayectoria futura y, en particular, para su convergencia en el horizonte de política. Por otro lado, los efectos sobre la inflación de la desaceleración de la actividad y de la apreciación del peso, que se esperaban con anterioridad, se han atenuado, considerando la evolución reciente de la producción, el empleo y el tipo de cambio. Por todo ello, estima que la decisión de política que corresponde en esta oportunidad es subir la tasa de interés. Coincide por tanto con las Opciones presentadas en la Minuta respectiva.

Recuerda el Consejero señor Enrique Marshall que el Comunicado de la última Reunión de Política Monetaria, señaló que las próximas decisiones dependerían de la nueva información que se acumulara. Agrega, además, que allí indicó que se prestaría especial atención a las implicancias para la inflación del desarrollo del complejo escenario internacional, al grado de propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios, y al surgimiento de nuevas presiones inflacionarias. En todos estos planos, las noticias del último tiempo apuntan hacia mayores presiones y riesgos inflacionarios. El precio del petróleo alcanza un nivel récord y la inflación mundial se acelera. Las condiciones reales y financieras para la economía mundial dejan de deteriorarse e incluso mejoran en el margen. En el plano interno, la inflación vuelve a aumentar y las holguras en materia de actividad no se aprecian como muy significativas. El aumento de la inflación eleva el riesgo de un cambio en el patrón de propagación observado hasta ahora. Así, por coherencia con el marco de análisis del Banco y, en particular, con los últimos Comunicados, le parece que la reacción del Banco Central de Chile no puede ser otra que la de ajustar en forma importante la tasa de interés. Con este proceder, estima que se preserva y fortalece la credibilidad en la política monetaria.

La dosificación en el tiempo del ajuste requerido admite cierta discusión. Se podría recomendar un ajuste de 25 puntos base en esta Reunión y sugerir, a través del Comunicado, otro similar para el próximo mes o el subsiguiente. Sin embargo, indica que se inclina por un ajuste de 50 puntos base en esta oportunidad. Cree que ello apunta mejor al objetivo que se persigue, que es fortalecer la credibilidad en la política monetaria y asegurar la convergencia a la meta. Adicionalmente, un alza de 50 puntos permitiría mantener un sesgo similar al que se trae, lo que le parece recomendable, dadas las incertidumbres que existen. En todo caso, señala el señor Consejero que el comunicado debería hacer una mención más explícita a la evolución del precio del petróleo, como uno de los desarrollos que se van a monitorear con atención, por la enorme incertidumbre que existe al respecto y por sus implicancias para la inflación en el mediano plazo. Menciona el señor Consejero que el mercado no debería sorprenderse excesivamente con esta decisión. Si bien la mayoría espera un alza de solo 25 puntos base, los antecedentes revisados son muy contundentes y apoyan la decisión de un alza de 50 puntos base.

En consecuencia, señala el Consejero señor Enrique Marshall que su voto es por subir la tasa de política monetaria en 50 puntos base.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff*. Señala que respecto de la Minuta de Opciones hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la anterior Reunión de Política Monetaria que se contiene en su párrafo dos. Señala que han surgido como noticias relevantes adicionales las siguientes, varias de las



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 124
Política Monetaria
10.06.2008

29.-

cuales aparecen mencionadas en otras partes de esa Minuta, pero que le parece que son lo suficientemente importantes como para incluirlas en su voto.

En primer lugar, menciona el señor Consejero que el anuncio del Gobierno de suplementar en US\$ 1.000 millones el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles. En segundo término, indica que la normalización de las lluvias que afectaría favorablemente la inflación del producto hacia adelante. En tercer lugar, señala el mayor crecimiento de la demanda final, o sea la que excluye la variación de inventarios durante el primer trimestre, respecto de lo que se había anticipado y, sus implicancias sobre una demanda interna que será más dinámica que lo que se preveía en el Informe de Política Monetaria. En cuarto lugar, menciona la preocupación creciente de los bancos centrales de las principales economías del mundo por evitar la propagación de los *shocks* internacionales hacia mayores niveles de inflación futura en sus respectivas economías; y, quinto, la mayor dispersión en la respuesta de las encuestas de expectativas económicas, tanto respecto de la tasa de política monetaria proyectada, como de la tasa de inflación esperada a distintos horizontes, lo cual da cuenta de las dificultades que impone la coyuntura actual para la formación de expectativas. El Consejero señor Manuel Marfán indica que al respecto quiere señalar que viendo algunas variables de dispersión, el 3% a 24 meses plazo en todas las últimas encuestas se ha estado transformando en el piso de proyección de los encuestados y que, por lo tanto, cuando la mediana empieza a aumentar, como ha estado ocurriendo recientemente, es un síntoma claro no solamente que está aumentando la mediana, sino que también está aumentando la dispersión de las proyecciones.

Comenta el Consejero señor Marfán que lo más relevante del conjunto de noticias señalado, corresponde al precio internacional del petróleo que ha continuado sorprendiendo con alzas muy por sobre las previstas y que parte de la sorpresa inflacionaria de mayo, parece explicarse por efectos no contemplados en el escenario central, como se desprende de las medidas de inflación subyacente más confiables. Por ello, señala que el análisis debe basarse más en los escenarios de riesgo que se contemplaron en el último Informe de Política Monetaria, que en el escenario central respectivo. Agrega el señor Consejero que tanto los analistas como los precios financieros anticipan una trayectoria de la tasa de política monetaria por sobre la de ese escenario central. En este contexto, señala que coincide con la Minuta de Opciones en descartar la mantención de la Tasa de Política en su nivel actual.

Señala el Consejero señor Manuel Marfán que dentro de las opciones que propone esa Minuta se inclina claramente a favor de elevar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base por varias razones. La primera de ellas, es que la inflación anual se mantendrá por sobre lo previsto en lo que resta del año. La convergencia al centro del rango meta en ocho trimestres requiere de tasas nominales de inflación más elevadas por puro efecto del llamado principio de Taylor. Segundo, el mayor crecimiento de la demanda agregada que se prevé a partir de las cifras del primer trimestre, torna más difícil la convergencia en el horizonte habitual de política. Tercero, la forma menos costosa de producir esa convergencia es que las expectativas estén alineadas con la meta dentro del horizonte de política. Agrega que una señal clara hoy, que reduzca la varianza de las expectativas de inflación, ayudará a reducir los costos reales de esa convergencia. Cuarto, menciona que como señala la Minuta, el mercado espera mayoritariamente un aumento de 25 puntos base, pero no debiera sorprenderse con un aumento de 50 puntos base. Finalmente, señala que aumentos de 50 puntos base deben reservarse para ocasiones especialísimas, donde el Banco debe actuar para señalar coyunturas de mayor incertidumbre y cree que ese es el caso en esta oportunidad. Se trata de una situación especialísima que requiere de una señal fuerte.

12



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 124
Política Monetaria
10.06.2008 30.-

Respecto del sesgo, cree que más eficaz que ponerlo, es señalar que el Banco Central de Chile hará todo lo que estime necesario para cumplir con su meta dentro del horizonte habitual de política. Agrega, que si realmente pensara que el próximo movimiento debiera ser al alza, entonces votaría por un aumento mayor en esta misma oportunidad.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Manual Marfán vota por un aumento de 50 puntos base sin sesgo en el Comunicado, pero sí con un tono claramente *hawkish* respecto de la inflación.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux agradece a la División de Estudios por los antecedentes preparados para esta Reunión.

Señala que en los últimos 30 días se han producido desarrollos muy importantes tanto en el plano externo como interno, que han modificado el panorama de la inflación futura.

Indica el señor Vicepresidente que en el plano internacional, la economía mundial experimentó una desaceleración más suave de lo previsto en el primer trimestre, la que se concentró esencialmente en los Estados Unidos de América. Sin embargo, los antecedentes más recientes apuntan a una desaceleración más marcada a partir del segundo trimestre, la que esta vez abarcaría también al resto del mundo desarrollado, lo que indudablemente, también terminará afectando al mundo emergente. Sin embargo, indica que la principal novedad en el ámbito externo estuvo por el lado de los precios de los *commodities* y en particular, en el significativo aumento que experimentó el precio del petróleo y sus derivados. Ello ha dado lugar a una preocupación por la inflación a nivel de todo el mundo, lo que se ha visto reflejado en las tasas de interés de largo plazo.

Señala que en el plano interno, la actividad se desarrolló en el primer trimestre de acuerdo al escenario base previsto en el *IPoM* de mayo. Sin embargo, los indicadores de demanda fueron más dinámicos de lo previsto, pronosticándose que alcancen tasas de variación cercanas al 9% en el actual trimestre. Ello responde a una expansión superior a la prevista tanto del consumo como de la inversión en capital fijo, situación que se prevé se mantendría también en el tercer trimestre.

La noticia más importante, indica el señor Vicepresidente, se dio en el plano inflacionario, donde el elevado IPC de mayo sugiere que se ha producido un cambio relevante en el panorama inflacionario previsto en el *IPoM* de mayo. Señala que detrás de ello está indudablemente el nuevo *shock* inflacionario, asociado a aumentos en los precios del petróleo y los alimentos. Si bien a nivel internacional los precios de los alimentos han mostrado una relativa estabilidad, los precios internos de los cereales, el arroz y la leche en polvo no han terminado de ajustarse a los nuevos precios internacionales, lo que explica la alta incidencia de estos rubros en la inflación de mayo. Indica el señor Vicepresidente que, como resultado de ello, la inflación acumulada hacia fines de año podría ser entre 1% y 1,5% superior a lo previsto en mayo.

Manifiesta el señor Vicepresidente que pese a que una desaceleración más marcada de la economía mundial, junto al retiro de parte de los subsidios a los combustibles que se está registrando en Asia, podría contribuir a debilitar la demanda y a reducir los precios del crudo, el supuesto más realista es que dichos precios, al igual que los de los alimentos, se mantengan en niveles elevados. Esta nueva sorpresa inflacionaria se manifiesta en momentos

R H



en que la inflación anual se encuentra significativamente alejada de nuestro rango meta, lo que genera una explicable preocupación por la capacidad del Banco Central de Chile de cumplir con su compromiso de conducir la inflación de vuelta al 3% en el horizonte de política. Agrega que todas las medidas de inflación subyacente han mostrado un aumento, y que si bien los salarios hasta ahora han continuado creciendo a tasas coherentes con las cláusulas habituales de indexación, existe el riesgo de que ello no suceda en el futuro.

Por su parte, señala el señor Vicepresidente que las expectativas de inflación han incorporado la sorpresa inflacionaria y proyectan aumentos relevantes en la trayectoria de la inflación, en los próximos dos años. Algo similar sucede con las diversas medidas de compensación inflacionaria, que proyectan trayectorias de la inflación que se encuentran por encima de la meta inflacionaria, pese a las evidentes dificultades que tiene esta metodología para proyectar la inflación esperada. En suma, estas nuevas sorpresas inflacionarias son de tal magnitud, que se han apartado del escenario central del *IPoM* de mayo, y se ha materializado uno de sus escenarios de riesgo.

Comenta el señor Vicepresidente que frente a este nuevo escenario, coincide con la Gerencia de División Estudios en que no cabe considerar la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión. Las opciones relevantes son las de subirla en 25 ó 50 puntos base.

Menciona el señor Vicepresidente que para esta decisión resulta clave la evaluación que se haga respecto de la persistencia de la mayor inflación proyectada, y en particular, la visión que se tenga acerca del patrón futuro de propagación inflacionaria hacia otros precios, salarios y expectativas. Si bien hasta ahora la propagación inflacionaria ha sido acotada, y ello fue un supuesto clave de la proyección de rápida convergencia inflacionaria en el *IPoM* de mayo, nada garantiza que ello se mantenga a futuro. Agrega que en su concepto, para mantener la propagación inflacionaria dentro de un rango acotado resulta clave la señal que dé el Banco Central de Chile en esta Reunión. Indica que los agentes del mercado están observando con mucha atención si el Consejo tiene la voluntad de hacer lo que sea necesario para encausar la inflación en una trayectoria que converja al 3% en 24 meses. Cree que desde esa perspectiva, la opción de aumentar la tasa en 25 puntos base -con o sin sesgo- no provee una señal de fuerte compromiso con la meta, sino que constituye esencialmente una actitud reactiva. Curiosamente es eso lo que espera el mercado para esta Reunión. Señala que precisamente por ello se inclina por un ajuste de 50 puntos base, como una manera de dar una señal de fuerte compromiso antiinflacionario.

Por último, señala el señor Vicepresidente que considera que un ajuste de esta naturaleza debe ir acompañado de un sesgo neutral, donde se señale que movimientos futuros dependerán de la nueva información que se acumule, prestando especial atención a la evolución de la economía internacional, y en particular al precio del petróleo, así como a la propagación de las sorpresas inflacionarias a otros precios y salarios.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que vota por subir la Tasa de Política Monetaria a 6,75%.

El Presidente señor José De Gregorio señala que para justificar su voto sobre la decisión de tasa de interés, normalmente inicia su presentación, al igual que sus colegas, revisando las desviaciones del panorama macroeconómico, tanto interno como externo respecto de las proyecciones. Indica que por lo general, se deben ponderar efectos de cambios

per 4



en el escenario, que apuntan en direcciones opuestas respecto de la evolución de la inflación. No obstante, en esta oportunidad hubo una gran noticia que, a su juicio, domina el resto de las novedades, y que fue una inesperada y significativa sorpresa inflacionaria, tanto para el Banco Central de Chile como para el sector privado. En todo caso, le parece que el resto de las novedades se encuentran muy bien expuestas en la Minuta de opciones y en las intervenciones de quienes le antecedieron.

Menciona el señor Presidente que la sorpresa inflacionaria es preocupante, porque a pesar de estar concentrada principalmente, en pocos productos alimenticios y combustibles, podría estar representando una propagación excesiva de los aumentos de precios internacionales de alimentos y combustibles sobre los precios domésticos. El riesgo es que dada la trayectoria de tasas de interés que se tenía implícitas en el último Informe de Política Monetaria, básicamente de estabilidad de la tasa, la inflación no converja a 3% en un horizonte de dos años. Más aún, en la medida que esta percepción se empiece a generalizar en el sector privado, las expectativas de inflación podrían elevarse más allá de lo razonable, con consecuencias muy negativas sobre la dinámica de precios y salarios. Le parece que es efectivo que al eliminar los precios regulados de los alimentos y los ligados a combustibles, la inflación es aún baja. Sin embargo, los productos que se excluyen en dicha medida no están sólo afectados por factores externos, sino que también por los mecanismos de propagación internos.

Agrega el señor Presidente que en la eventualidad que los registros futuros de inflación sigan siendo más elevados de lo coherente con la reducción de la inflación en el horizonte de políticas, lo que podría aumentar las presiones inflacionarias y salariales, sugiere darle mucha importancia a este riesgo, y es el que se debe mitigar con más fuerza. A pesar que dada la evolución de la actividad interna, unida a un escenario benigno en materia de precios internacionales, podrían conducir a la inflación a su meta sin necesidad de endurecer la política monetaria. Los costos de que ello no ocurra son muy elevados. Por lo tanto, considera que un alza de tasas justificada sobre la base de la evaluación de los riesgos que se enfrentan resulta lo más adecuado. Señala que los riesgos son muy elevados y así el escenario central se empieza a convertir en un evento de baja probabilidad, lo que sugiere ponderar en mayor medida escenarios más extremos. Indica el señor Presidente que si bien se presenta una sorpresa en un solo mes, ésta es significativa y también revela signos preocupantes.

Más aún, cree que el alza de tasas debería ser de 50 puntos base. Menciona que se podría justificar un alza de 25 puntos base y dejar un sesgo al alza, mientras se monitorea la evolución de la propagación inflacionaria. Sin embargo, nuevamente la posibilidad de quedar rezagados sugiere realizar un alza mayor a la que usualmente se hace en un período de reducción del impulso monetario. Esto permite mantener un sesgo neutral, y a su vez estar muy alertas y contar con los máximos grados de libertad para movimientos futuros de la tasa en un escenario externo altamente incierto, pero donde los riesgos inflacionarios han ido aumentando en conjunto con la severa alza del precio del petróleo.

Comenta también el señor Presidente que no se pueden descartar nuevas alzas de los precios de los *commodities*, sustentado en parte en un escenario de actividad mundial algo menos negativo que el que se preveía hace algunos meses atrás. Tampoco se pueden descartar ajustes bruscos de dichos precios si la preocupación inflacionaria en el mundo lleva a los bancos centrales de las principales economías del mundo a subir sus tasas de interés. Con todo, la decisión de política monetaria no puede basarse en potenciales ajustes en la economía mundial, los que en la coyuntura actual podrían apuntar en cualquier dirección. Asimismo,

84



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 124
Política Monetaria
10.06.2008 33.-

quiere insistir que a pesar que los riesgos pudieran estar balanceados, algo discutible de acuerdo a los últimos datos, la ponderación de sus costos sesga el balance hacia contener una posible mayor propagación inflacionaria.

Agrega que un alza de tasas de 50 puntos base reafirma el compromiso con la meta de inflación y contribuye a evitar aumentos de precios y salarios más allá de lo razonable. De otro modo, y de consolidarse el negativo escenario de precios externos, podría enfrentarse aumentos de la inflación y de las expectativas mucho más complejos. Por lo tanto, en un escenario adverso como el actual y donde no se pueden descartar efectos de segunda vuelta indeseados, la decisión no es principalmente entre subir hoy y esperar, sino que, en el escenario más probable, es entre subir hoy o subir después y, como bien se sabe, esperar requeriría de una dosis de ajuste monetario mucho más severa.

Por todo lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio reafirma su opción por subir la tasa de interés en 50 puntos base y, por consiguiente, vota en tal sentido.

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

124-01-080610 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile, acordó aumentar la tasa de interés de Política Monetaria en 50 puntos base, hasta 6,75% 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 50 puntos base, hasta 6,75% anual.

Dado el deterioro que ha experimentado el panorama inflacionario, este aumento de la tasa de política es necesario para evitar una postergación indeseada de la convergencia de la inflación hacia el 3%.

En el ámbito externo, las perspectivas de crecimiento para las economías desarrolladas se mantienen débiles y los mercados financieros siguen tensionados. El precio del petróleo ha subido significativamente, los precios de la mayoría de los productos básicos continúan elevados y se han acentuado las presiones inflacionarias en el mundo.

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

pe h



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 124
Política Monetaria
10.06.2008

34.-

La inflación de mayo superó significativamente lo anticipado, debido a nuevos aumentos en los precios de la energía y, principalmente, de los alimentos. Las medidas subyacentes de inflación y varias medidas de expectativas de inflación se han incrementado. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política. Con ello contribuye a mantener alineadas las expectativas privadas con la meta de inflación. De particular importancia para los cambios futuros en la tasa de política serán las implicancias para la inflación del desarrollo del complejo escenario internacional, el grado de propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios y salarios y el surgimiento de presiones inflacionarias adicionales."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:50 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero