



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 119 celebrada el 7 de febrero de 2008

En Santiago de Chile, a 7 de febrero de 2008, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asiste la señora Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart Herrera.

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 Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior, doña Erika Arraño González; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor José De Gregorio señala que asiste especialmente invitado el señor Jaime Troncoso Rojas.

El señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de agosto de 2008, para el día 14 de ese mes.

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

El Gerente señor Sergio Lehmann informa que respecto al escenario internacional, durante el último mes se destaca un deterioro en el escenario externo, producto de la extensión de la crisis *subprime* hacia otros sectores. Menciona especialmente las condiciones crediticias más estrechas en Estados Unidos de América, las señales del comienzo de la contracción del sector servicios y la debilidad en el mercado laboral. Comenta que la preocupación por una recesión en Estados Unidos de América y sus consecuentes efectos globales ha llevado a importantes ajustes en los mercados financieros. Menciona que durante las últimas semanas se han producido caídas en bolsas y bajas en las Tasas de Interés de

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 119
Política Monetaria
07.02.2008

2.-

Largo Plazo. Señala que frente a este escenario la *Fed* ha adoptado recortes agresivos en su Tasa de Interés y de hecho, para la primera mitad del año se espera que la Tasa de Política Monetaria se sitúe en torno a 2%, es decir, dos puntos base por debajo de lo que se esperaba para ese mismo período hace un mes atrás. Comenta que en línea con los temores por la actividad mundial, el petróleo ha retrocedido cerca de 6% el último mes, lo que motiva revisiones a la baja en las proyecciones del precio del crudo y de la gasolina. Indica que mientras el precio del cobre se ha ubicado en niveles levemente superiores a los de hace un mes atrás, el precio del trigo y del maíz se eleva ante problemas en la oferta bajo el contexto de una demanda que se mantiene dinámica.

Señala el Gerente de Análisis Internacional que al revisar los indicadores de actividad en Estados Unidos de América, se ve que hay un predominio claro de noticias negativas, destacando especialmente el hecho que continúa el ajuste en el mercado inmobiliario. Por su parte, las ventas minoristas también han mostrado descensos y la confianza en los índices de la Universidad de Michigan en general se ha deteriorado. Destaca el ISM manufacturero y servicios, que fueron particularmente negativos en relación a lo que se esperaba.

Por otra parte, indica el señor Gerente que el PIB del cuarto trimestre estuvo por debajo de lo esperado, dando cuenta de una desaceleración relativamente importante en la economía norteamericana. Comenta que la descomposición del PIB para el cuarto trimestre del año que se dio a conocer las últimas semanas destaca, en primer lugar, una desaceleración, y por tanto, el aporte al crecimiento por parte del consumo se encuentra crítico, destacando especialmente la caída de la inversión residencial, como asimismo una caída importante en inventarios. En términos de crecimiento, señala que las exportaciones netas comienzan a aportar menos que en los trimestres anteriores. El consumo, tal como se destacaba en relación al dato de crecimiento del cuarto trimestre, ha perdido dinamismo, mostrando una desaceleración, lo que está en línea con el índice de confianza de consumidores que ha mantenido una caída desde hace ya varios meses. La pérdida del dinamismo del consumo, con un mercado laboral más débil, muestra una disminución de empleos y un aumento en las tasas de desempleo. Menciona el señor Gerente que ha continuado el ajuste del mercado inmobiliario.

Agrega el Gerente de Análisis Internacional, que el índice de precios muestra una caída bastante significativa en sus últimas lecturas, situación que debería continuar durante los próximos meses, fundamentalmente porque el inventario de viviendas, especialmente en el caso de las viviendas nuevas, se ha mantenido elevado y sigue mostrando aumentos. Este es un dato importante y se encuentra asociado al ISM de Servicios que muestra una caída muy significativa en la última lectura y se sitúa bien por debajo del *pivote* 50, comenzando a dar cuenta de una contracción en el sector servicios, asociada a negocios financieros. Por su parte, el sector manufacturero se observa que está muy cerca del *pivote* y en una línea que da cuenta de una clara debilidad.

Agrega el señor Gerente que los bancos, en línea con el ISM de Servicios que muestra una caída importante, han restringido las condiciones de otorgamiento de créditos, lo que se aplica no sólo para préstamos de consumo o préstamos de empresas, sino que también a tarjetas de crédito. Los bancos se han mostrado más reticentes y con condiciones más estrictas para efectos del otorgamiento de líneas o de créditos. Indica que los bancos han estado dando cuenta de pérdidas importantes desde que se desató la crisis *subprime*. Los índices no recogen todavía el total de las pérdidas asociadas a la situación crítica del sector *subprime*, pero dan cuenta que se trata de un hecho significativo que va creciendo en el tiempo.

4



Comenta el señor Gerente, que Estados Unidos de América, previendo una situación crítica en términos de actividad, ha anunciado un paquete de estímulo fiscal para dar impulso a la actividad durante la segunda mitad del año. Este proyecto está todavía en discusión en el Senado, pero lo importante de destacar es que los efectos de ese paquete estarían concentrados fundamentalmente hacia el segundo y tercer trimestre del año. Lo anterior es a partir de un estudio preparado por Goldman Sachs donde se ven los gastos más importantes o las inyecciones de recursos hacia la economía, y por tanto, podría tener impacto en términos de actividad hacia el segundo semestre del año. Agrega el señor Gerente que en términos gruesos se estima que podría dar un impulso de tres décimas de crecimiento del PIB.

Agrega el señor Sergio Lehmann que, dando una mirada retrospectiva o histórica, se aprecian distintas respuestas al paquete fiscal desde situaciones similares. Inyecciones fiscales desde el año 1975 hasta hoy día muestran que los impactos se producen con algún rezago, por lo tanto se debería esperar algo parecido en esta oportunidad.

Como es sabido, menciona el señor Gerente, la probabilidad de recesión en Estados Unidos de América tendió a aumentar, lo que en la gráfica que se exhibe no se refleja muy bien, pero el dato marginal está muy cercano a 50%. Actualmente, por temas metodológicos, el aumento de la probabilidad de recesión no ha sido tan importante como en ocasiones anteriores, debido fundamentalmente a las acciones que ha estado llevando a cabo la Fed, y que por tanto, han hecho que la curva de rendimiento en Estados Unidos de América haya cambiado de manera importante en los últimos meses.

Respecto a la Zona Euro, comenta el señor Gerente que también predominan noticias más bien negativas, particularmente lo relacionado con el sentimiento económico y las percepciones en Alemania, respecto a la situación hacia adelante. De hecho, el Índice de Sentimiento Económico (ESI) ha estado cayendo de manera importante, mostrando una correlación relativamente alta con el PIB, por tanto, se debería esperar también en los próximos trimestres una caída del crecimiento de Europa.

Señala el señor Gerente que el *PMI Manufacturero* en tanto, también está mostrando una tendencia hacia la baja, y el *Eurocoin*, que de alguna manera es un indicador líder respecto a la actividad en los próximos trimestres, también está mostrando caídas significativas. En términos de actividad se ve una situación relativamente negativa, dando cuenta de una desaceleración, lo que está en línea con lo planteado hoy día por el Presidente del Banco Central Europeo señor Trichet, después que dicho banco mantuvo la tasa, lo que demuestra que la situación global podría tener impactos importantes en términos de crecimiento para la Zona Europea. Agrega el señor Gerente que la actividad industrial aún no muestra claros signos de ajuste y de hecho, en la Zona Euro la desaceleración en términos de producción industrial es relativamente pequeña y probablemente viene con un rezago, por lo que debería esperarse más adelante una desaceleración.

Para Japón, agrega el señor Gerente, los indicadores también han sido negativos y destaca especialmente lo relacionado con perspectivas actuales a partir de la encuesta *Economy Watchers* como perspectivas hacia adelante, que muestran una situación de desaceleración. Comenta que algunos datos aparecen positivos, como el gasto hogar, pero en general éstos tienen bastante volatilidad, por lo que también se debería esperar una desaceleración importante. El rezago de la producción industrial se encuentra por debajo de lo esperado y materias relacionadas con mercado laboral dan cuenta de salarios que se contraen, por tanto el consumo hacia adelante debería estar bastante más deteriorado. La encuesta *Economy Watchers*, que recoge expectativas empresariales respecto al empleo, señala que éstas son bastante negativas y muestran claramente una tendencia hacia la baja. Otra señal que es preocupante para Japón, es que tradicionalmente el sector externo,



que ha sido uno de los más contribuidores, da cuenta que las exportaciones se están desacelerando hacia todos los sectores, particularmente hacia China, la Zona Euro y hacia Estados Unidos de América. Esta situación muestra que el aporte del sector externo en Japón va a disminuir de manera importante, especialmente si a esa circunstancia se suma además que las perspectivas de consumo para Japón también están reduciéndose.

Respecto a precios, señala el señor Gerente que la inflación en Estados Unidos de América se mantiene elevada, sin embargo en el margen muestra una leve caída. Los indicadores podados, una distribución truncada, y el *PCE Core* están mostrando tendencias hacia el alza. No obstante, al observar desde el punto de vista del *PCE* se aprecia que la distribución truncada, que da cuenta de la tendencia inflacionaria, se ha estabilizado y también muestra una ligera disminución en el margen.

Comenta el señor Gerente que en la Zona Euro la inflación aumenta, aunque la medida subyacente continúa contenida y el Banco Central Europeo mantiene una suerte de preocupación por la inflación, hecho que, tal como se señalara, fue destacado hoy día por el señor Trichet después de su decisión de mantener la tasa de política monetaria. Por regiones, se observa que hay una suerte de moderación en la inflación, particularmente en Asia, que ha tendido a reducirse marginalmente en términos de variación en doce meses. Algo parecido ya se había visto en el caso de Estados Unidos de América. En la gráfica que se muestra, se ha incluido también Chile, de manera de tener una referencia respecto al comportamiento de nuestro país versus otras regiones.

Respecto a expectativas para tasa de política monetaria, comenta el señor Gerente que éstas se han ajustado de manera bastante importante a la baja en Estados Unidos de América, lo que también ha ocurrido en la Zona Euro. Comenta que hoy día la tasa de política monetaria está en 3%. Agrega que el mercado se inclina mayoritariamente por un recorte de 50 puntos base para la próxima reunión del 18 de marzo y hay agentes que no descartan un recorte acumulado, o sea, que eventualmente ante una reunión extraordinaria considere, un recorte acumulado al 18 de marzo de 100 puntos base. Comenta que aquellos que se inclinan por una mantención de la tasa, son claramente una minoría absoluta. En términos de la trayectoria de tasa de política monetaria, de manera de hacer coherentes estas expectativas con lo que los futuros están mostrando, se ve una caída muy sustanciosa respecto a lo que se tenía en la Reunión de Política Monetaria pasada y se observa que converge más menos hacia mitad de año a una cifra en torno a 2%. Estas son expectativas de tasa de política monetaria, y si bien hoy no se puede decir que el 25% se inclina por un recorte de 100 puntos base, mirado hacia mitad de año, es más menos un 100% el que se inclina por esa opción.

Señala el señor Gerente que en Europa se observa también un ajuste hacia la baja en la tasa de política monetaria y hoy día hay una porción mayoritaria del mercado que apuesta a un recorte de 50 puntos base de aquí a mitad de año, cosa que no se veía hace un mes atrás, en que la expectativa de tasa de política monetaria estaba plana, es decir, se apostaba hacia su mantención durante prácticamente todo el año.

Sobre este tema, el Presidente señor De Gregorio comenta que el Banco de Inglaterra bajó su tasa en 25 puntos base y menciona que dicha Entidad argumenta que la menor actividad pone un riesgo deflacionario.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux plantea que el objetivo de la baja de tasa no solamente consiste en estimular la economía, sino que también tratar de evitar que haya un aumento en la morosidad de los créditos hipotecarios a los cuales es preciso fijarles una nueva tasa. Sobre este particular, consulta hasta qué punto estas reprogramaciones están



teniendo lugar, o hay expectativas de que puedan evitar un deterioro serio en el mercado de las viviendas nuevamente.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García comenta que un antecedente que estimó el Deutsche Bank sobre esta materia, es que con la baja de tasa el costo en términos de ingresos del proceso de reprogramación, que antes era en torno al 30% del ingreso del hogar que se sometía a una subida de tasa, bajaba a cerca de 10%. Entonces, señala que hay un impacto significativo por el proceso de renegociación que se está generando ahora por el lado de ingresos.

Respecto a tasas largas, menciona el Gerente señor Lehmann que éstas han caído fuertemente. En Estados Unidos de América la tasa nominal cae de manera significativa, situándose hoy día en torno a 3,5%. La tasa real también ha caído significativamente hoy, y la compensación inflacionaria se ha mantenido relativamente estable. Agrega que en la Zona Euro y Japón también se ven caídas relativamente importantes en las tasas a diez años. Sin embargo, al observar una perspectiva un poco más completa para los distintos plazos, particularmente en Estados Unidos de América, se ve un ajuste importante de la curva de rendimiento. Comenta como destacable que no solamente se han visto ajustes en las tasas largas, sino que también en los plazos, lo que es importante especialmente en los plazos más cortos a propósito de la acción por parte de la Fed. De hecho, se ve relativamente plana la curva hasta dos años y recién se observa una pendiente positiva en los plazos más largos.

Señala el señor Gerente que los premios para el corto plazo tienden a normalizarse de forma más rápida, lo que da cuenta que la situación de liquidez en el mercado ha tendido a normalizarse en algún grado. Se están viendo hoy día problemas en el sector real, y de hecho se aprecia una caída importante en el premio Libor - TPM, esto es, ajustando por plazo y la expectativa del mercado recogida a partir de los futuros, tanto de tasa de política monetaria como de Libor, da cuenta de una normalización bastante más rápida en términos relativos a lo que veíamos hace un mes atrás. Por su parte, en el caso de la Zona Euro también se observa una situación similar.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que en términos de monedas se ve una alta variabilidad. En el caso particular del euro por ejemplo, se vio en primer lugar una suerte de depreciación y luego una apreciación. Sin embargo, el dólar multilateral en Estados Unidos de América ha tendido a depreciarse. Respecto a monedas de economías emergentes, como Chile, México y Brasil, se observa que hay también bastante variabilidad. En el caso de Brasil tiende a depreciarse y luego a apreciarse; algo parecido ocurre en el caso de Chile y en otras economías. Un elemento que sin duda ha sido muy significativo durante las últimas semanas es la volatilidad, que ha alcanzado niveles particularmente elevados. Esta volatilidad en economías emergentes o en América Latina, medida a partir de los índices bursátiles, muestra niveles muy altos, muy por encima de lo que se había visto en periodos anteriores. Algo parecido ocurre con las economías emergentes. Una perspectiva histórica muestra que este nivel de volatilidad es bastante alto, más alto incluso que el observado en julio y más alto que el observado en 2002, pero algo por debajo de lo que se había registrado tras la crisis asiática y la crisis del tequila.

Comenta el señor Gerente que las bolsas caen muy marcadamente, situación que ya se apreciaba hace un par de semanas atrás. Señala que particularmente importante fue la caída en América Latina, aunque es bastante transversal. También ocurre en Europa emergente y otros mercados emergentes. Posteriormente, menciona que se observa alguna recuperación que aunque parcial es importante, especialmente en América Latina, pero muy poco importante en el caso de otros mercados como es el caso de Europa emergente y Asia emergente. Indica que los premios por riesgo en economías emergentes han aumentado, lo que

lf



ha sido bastante transversal para todas las economías. Señala que para medir premios por riesgo se está usando los *Credit Default Swaps* que tienen también cierta variabilidad, pero en general la tendencia es hacia el alza. Esto ha ocurrido también en los *CDS*, *Credit Default Swap Spreads* de empresas. Hay empresas americanas con *investment grades* que también han observado un aumento de los premios por riesgo. En el caso de las empresas con *investment grades* europeas, también se aprecia un comportamiento parecido.

Indica el señor Gerente que en materia de *commodities* destaca que el precio del cobre ha estado fluctuando en niveles altos, lo que es consistente y coherente con el movimiento que han tenido otros metales básicos y da cuenta de una demanda de economías emergentes que se ha mantenido dinámica. El precio del petróleo en tanto ha tendido a caer en torno a 6% - 7% durante las últimas semanas y esto ha estado relacionado con dos elementos centrales. Primero, preocupaciones por la actividad mundial; y, segundo, más en el margen los últimos días, indicaciones de inventarios más positivas. Los inventarios en Estados Unidos de América han tendido a retrotraerse en el margen. Sin embargo, los inventarios de *heating oil*, la relación demanda sobre inventario, se ha mantenido deteriorada y eso da cuenta de un elemento que permite sostener el precio del petróleo en niveles relativamente elevados. Lo anterior lleva a revisar las proyecciones de combustibles, lo mismo que el precio de la gasolina, que tiene un poco más de variabilidad por razones de estacionalidad.

Comenta el señor Gerente que respecto a granos, el trigo ha estado aumentando, el maíz también en el margen, lo que ha estado asociado fundamentalmente a problemas de oferta y situaciones climáticas adversas en China y Estados Unidos de América, en un contexto de demanda que se mantiene dinámica y que ha llevado a revisar hacia el alza los precios. En el caso del arroz, también se observa algo parecido, que no se había mostrado en otras oportunidades.

El precio del cobre mantiene su proyección respecto a lo que se tenía hace un mes atrás; el petróleo sin embargo, se reduce hacia la baja sobre la base de los contratos futuros 4 dólares para 2008 y 2 dólares para 2009. La gasolina también se reduce en niveles parecidos. En el caso del trigo, los modelos que se tienen dan cuenta de una evolución y sobre cuál podría ser su trayectoria hacia adelante. Muestran además, que el trigo se mantiene relativamente estable, pero en el caso del maíz, derivado de los aumentos muy sustanciosos de las últimas semanas, debería tender a ser un poco más alto durante 2008 -2009.

El señor Presidente consulta si el actual precio del trigo y del maíz seguirá subiendo.

El Gerente de Análisis Internacional responde que se está esperando algún grado de normalización, una caída gradual del precio hacia delante. Por otra parte, agrega que en el caso de la leche hay una buena noticia derivada de reducciones en el margen. Se está esperando precios promedio algo menores a los que se preveían hace un mes atrás.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que el Gerente de Análisis Internacional en algún momento señaló que la inflación en Asia está disminuyendo un poco. En su opinión, ese no es el caso de China.

El Gerente señor Sergio Lehmann responde que lo que han estado haciendo en China es aplicar controles de precios, en especial a las carnes. Sin embargo, señala que también hay presiones desde el punto de vista de otros alimentos y que por tanto, también se prevé que puedan aplicarse algunas políticas de control adicional. Comenta el señor Gerente que tal vez está muy influenciada esa caída marginal en el caso de Asia, a controles de precios en algunas economías.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 119
Política Monetaria
07.02.2008 7.-

A propósito de esa observación, el señor Presidente menciona que leía hace unos días en un artículo del Wall Street del diario El Mercurio, que señalaba que todos los países controlan precios. Señala que recibió una noticia que decía que incluso en Colombia el Gobierno llegó a acuerdo con las cadenas de supermercados para que no suban algunos precios. Menciona que no debería sorprender que en la medida que los precios persistan, vengan aumentos de precios, porque precisamente el reclamo era que esta situación duró seis meses, pero que ahora había hecho crisis. Comenta que el país que se señalaba como ejemplo de esta práctica es Singapur, que tiene la mayor inflación de los últimos 25 años. Históricamente tenían 2% y ahora están en 4,5%. Entonces, agrega, es interesante ver qué parte de esta situación es producto de que ha habido mucho control de precio informal.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux comenta al Gerente señor Lehmann que las proyecciones de crecimiento de China se aprecian estables y no se ven afectadas por lo que está ocurriendo, pero que, a su vez, había mencionado que las exportaciones de Japón a China ya se han visto resentidas, y que probablemente en los próximos datos que se conozcan se va a empezar a notar algún efecto en los países emergentes.

El Gerente señor Lehmann comparte lo señalado por el Vicepresidente señor Desormeaux y agrega que las reducciones de crecimiento en China han sido menores, muy pequeñas, pero que por cierto constituyen un elemento de riesgo, en la medida que Estados Unidos de América pueda eventualmente tener una situación más crítica.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo señala que en el ámbito interno, la información del último mes confirmó la desaceleración de la actividad en la segunda parte del año 2007, la que habría sido algo mayor que lo considerado en el escenario base del *IPoM* del mes de enero. En diciembre, la tasa de variación anual del IMACEC fue de 3,7% y 3,6% al considerar que se verificó un día hábil más que en igual período del año 2006 y que la composición de los días también estuvo por debajo de las estimaciones del mercado. Así, considerando el promedio de los IMACEC publicados, el crecimiento promedio del cuarto trimestre habría sido similar al del trimestre anterior, cerrando el año 2007 con un crecimiento promedio de 5,1% anual. Menciona el señor Magendzo que por sectores, en el mes de diciembre destacó la caída de aquéllos ligados a recursos naturales, principalmente electricidad, gas y agua (EGA) y la moderación en el crecimiento de los sectores de servicios. Por otra parte, indica el señor Magendzo que la industria sorprendió con una variación anual negativa, afectada fuertemente por una caída inusual en la producción de combustibles y por el bajo dinamismo de las ramas de oferta y transables manufactureras.

Respecto de la demanda, indica el expositor que con los datos del mes de diciembre se estima que en el último cuarto del año 2007 el crecimiento anual del consumo fue superior al del trimestre previo, aunque en términos de velocidad continuó con una moderada desaceleración, tal como se había anticipado en el *IPoM*. Hace presente que la inversión, aunque con noticias mixtas en el último mes, siguió mostrando tasas de variación anual importantes. Por un lado, el incremento del volumen de importaciones de bienes de capital del cuarto trimestre de 2007 tuvo correcciones al alza, por la revisión habitual de sus deflatores. Además, los datos disponibles a enero siguen dando cuenta del dinamismo de estas internaciones de bienes. Comenta el señor Magendzo que por otro lado, la información



respecto del mercado inmobiliario del cuarto trimestre de 2007, que se extrae de la encuesta *Collect* para el Gran Santiago, reafirma el menor dinamismo del sector residencial que indicaban las cifras de la Cámara Chilena de la Construcción, con una disminución de las ventas de viviendas nuevas y un aumento de los meses necesarios para agotar el stock. Por su parte, menciona el señor Magendzo que la revisión del Catastro de Inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital del mes de diciembre de 2007, mostró mejores perspectivas para el bienio 2008-2009, especialmente en proyectos mineros y energéticos, coherente con los precios persistentemente altos observados en estos sectores. Agrega el señor Magendzo que según el Catastro referido, en este año la inversión en construcción y obras de ingeniería tendría un aumento del orden de 45% respecto de 2007. Por último, señala que en el mes de enero las expectativas de los consumidores, medidas a través del Índice de Percepción de la Economía (IPEC) continuaron en el lado pesimista, deshaciendo parte de la recuperación que se había observado a fines del año 2007. Menciona además, que las expectativas de los empresarios mostraron un leve repunte, explicado solamente por la evolución de minería, que más que compensó la caída en los otros sectores.

Indica el señor Magendzo, que las cifras del mercado laboral del INE correspondientes al trimestre móvil octubre-diciembre siguen dando señales de menor estrechez. Por su parte, indica que la tasa de desempleo desestacionalizada volvió a aumentar, pasando desde 7,6% a 8%, con lo que el año 2007 cerró con un desempleo promedio de 7,1%. Agrega que en el aumento del desempleo de los últimos meses continúa incidiendo, principalmente, el fuerte crecimiento de la fuerza de trabajo que en diciembre aumentó 3,8% anual. Señala que en términos de la ocupación, tras el débil dinamismo que se verificó desde inicios del segundo semestre del año pasado, el crecimiento anual del empleo mostró un leve repunte en el último trimestre móvil del 2007 de 2,4% y 1,9% los dos meses previos. A su vez, la velocidad, que se había mantenido por varios meses en torno a cero, se elevó a 1,3%. Menciona el señor Magendzo que por categoría ocupacional, el empleo asalariado creció 4,4% anual y 4% promedio en los dos meses previos y el empleo por cuenta propia, siguió mostrando tasas de variación anual negativas. Hace presente también que por sectores, se observó un repunte del empleo de la construcción, en menor medida de la industria y un menor crecimiento anual del empleo del comercio. Por su parte, señala que las cifras de la Universidad de Chile para diciembre del año 2007, muestran un aumento del desempleo en el Gran Santiago, el que en términos desestacionalizados pasó de 8,3% a 8,7%, a la vez que el crecimiento anual del empleo se redujo respecto de los trimestres precedentes. Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que, en general, estas cifras son coherentes con las tendencias que se extraen de los datos del INE.

Manifiesta el señor Magendzo que en el mes de diciembre, el crecimiento anual de los salarios nominales continuó evolucionando de acuerdo con lo previsto. Agrega que según las cifras reportadas por el INE, registraron leves cambios en las tasas de variación anual respecto del mes anterior, mientras las velocidades de expansión siguieron disminuyendo. Por su parte, también señala que el costo de la mano de obra (CMO) creció 6,4% anual y las remuneraciones por hora (IREM) aumentaron 8,3% anual. Indica que en términos reales tanto el CMO como el IREM redujeron su tasa de variación anual, alcanzando -1,3% y 0,5%, respectivamente. A su vez, menciona que los salarios nominales de la Asociación Chilena de Seguridad aumentaron su tasa de crecimiento anual desde 7,3% en el mes de noviembre, a 8,6% en diciembre. Señala el señor Gerente referido que medido en términos reales, también aumentó su incremento anual de -0,1% en noviembre, a 0,8% en diciembre. Por su lado, en diciembre, los costos laborales unitarios (CLU) exhibieron un aumento significativo en su crecimiento anual, en comparación con lo observado en los meses previos, llegando a 6,4% anual en su medición total y a 4,5% anual en el caso del CLUX, con velocidades que, sin embargo, siguen disminuyendo.

49



Comenta el señor Gerente que las noticias del ámbito internacional repercutieron internamente en la evolución y la mayor volatilidad que presentaron el tipo de cambio y la Bolsa. Asimismo, señala el señor Magendzo que destacó la significativa apreciación del peso que, tanto en términos bilaterales como multilaterales, se ubicó en niveles en torno a 5% inferiores a los vigentes a la fecha de la reunión del mes de enero. Agrega, que parte de este descenso se puede atribuir a la ampliación del diferencial de tasas de interés existente entre Chile y otras economías, en particular, tras el agresivo recorte de tasas que llevó a cabo la *Fed* durante el mes de enero. Señala el señor Magendzo que al cierre de este Informe, una vez que se conocieron las cifras de IMACEC e inflación, la paridad peso-dólar alcanzó cotizaciones de hasta \$475, aumentando casi \$9, respecto del día anterior. Indica que el tipo de cambio real (TCR) se estima que promedió 88,6% en enero, en su medida 1986=100 y, considerando el valor *spot* del tipo de cambio nominal de los últimos tres días, se ubicaría en torno a 86%. Indica el expositor que este último valor es 3,5% menor al nivel que se indicó en el *IPoM* para diciembre. Por lo tanto, se estima que el tipo de cambio sigue por debajo del rango de valores que se consideran coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Por otra parte, señala que la Bolsa local, medida a través del IPSA, continuó en las primeras semanas del año con la tendencia a la baja que presentaba desde fines del año 2007. Sin embargo, luego del sorpresivo recorte de tasas por parte de la *Fed*, el IPSA recuperó parte de las pérdidas, registrando un desempeño incluso superior al de otras plazas bursátiles. Menciona el Gerente señor Magendzo que todas formas, el año 2008 acumula una rentabilidad en pesos de -8,0% y -1,9% en dólares.

Por otra parte, señala el señor Magendzo que las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile se movieron a la baja, pero en una magnitud superior a las de los bonos equivalentes en economías desarrolladas. Así, dependiendo del plazo, los rendimientos de los BCP eran entre 25 y 40 puntos base inferiores a los vigentes a la fecha de la Reunión del mes de enero, descenso que en el caso de los documentos reajustables estuvo en torno a 20 puntos base.

Hace presente también el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que las expectativas de inflación de largo plazo, se mantuvieron ancladas en torno a 3% anual e indica que en el último mes, algunas de las medidas de expectativas de inflación se ajustaron a la baja, en coherencia con diversas noticias que apuntan a menores registros de inflación para los próximos meses, respecto de lo anteriormente previsto. Señala que en esta línea está, en primer término, la inyección de recursos al Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC) y el menor precio internacional de los combustibles, que han implicado un descenso significativo de los precios internos; en segundo lugar, está la apreciación del peso. Por otra parte, señala el señor Magendzo que de acuerdo con la Encuesta a Operadores de Mesas de Dinero, la inflación esperada a uno y dos años se ubica en 3,80% y 3,45%, respectivamente, cifras que al momento de la Reunión de enero eran 4,15% y 3,5%. Por su parte, las expectativas que se desprenden de la compensación inflacionaria de los instrumentos derivados mostraron tendencias mixtas, mientras las de mayor plazo cayeron hasta valores en torno a 3,6% y 3,9% en enero; la de uno en uno aumenta hasta 3,8% y 3,6% en enero. Comenta que en episodios de alta volatilidad como el actual, es difícil aislar los premios presentes en los precios de los activos financieros, por lo que los cambios y el nivel de la compensación inflacionaria podrían no necesariamente estar reflejando las expectativas de inflación.

Menciona el expositor que en este escenario, las perspectivas para la Tasa de Política Monetaria se han ajustado a la baja respecto de los valores considerados en el *IPoM* del mes de enero. Hace presente que en esa ocasión, dependiendo de la fuente que se considere, se esperaban hasta dos incrementos de 25 puntos base, con lo que la Tasa de Política Monetaria podría llegar hasta 6,75%, en el curso del primer semestre del año. Indica



que actualmente, a partir del precio de los activos financieros se desprende que el mercado está esperando para este año entre una mantención de la Tasa de Política Monetaria y un aumento de 25 puntos base, el que se concretaría entre fines de este trimestre y comienzos del siguiente. Destaca que, respecto del mes pasado, la pendiente de la curva *forward* se empinó en el corto plazo y se incorpora la posibilidad de un recorte de 25 puntos base en la segunda parte del año.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómicos que los agregados monetarios y crediticios continuaron creciendo a tasas elevadas. Señala que con la información preliminar del mes de enero, las colocaciones a personas habrían crecido a una tasa anual similar a la de diciembre, mientras las empresas lo habrían hecho a una tasa algo menor. Por su parte, la encuesta sobre créditos bancarios del cuarto trimestre del 2007 reveló que las condiciones de aprobación de créditos se volvieron más restrictivas en segmentos específicos y que la demanda por financiamiento bancario continuó dinámica. Agrega que tanto para empresas como para personas, las mayores restricciones se han traducido, principalmente, en un aumento de las tasas de interés cobradas, en un contexto de perspectivas de un entorno económico menos favorable. Señala el señor Magendzo que esta situación es coherente con lo que muestran las estadísticas disponibles de tasas de interés. En tanto, en el segmento de créditos hipotecarios, conforme a lo informado respecto del 90% de los bancos encuestados, se observa que los estándares de aprobación se mantuvieron sin cambios, respecto del trimestre anterior.

Menciona también el expositor que en el mes de enero, la inflación IPC tuvo una variación mensual nula de 7,5% anual, valor que estuvo por debajo de lo registrado en los últimos meses y de lo esperado por el mercado. Agrega que este nulo registro inflacionario se vio influido, principalmente, por la caída en el precio interno de los combustibles y una rápida normalización de los elevados precios de los perecibles. Por su parte, las medidas de inflación subyacente, IPCX e IPCX1, aumentaron 0,4% mensual, con variaciones anuales de 6,1% y 6,3%, respectivamente. Señala que las velocidades trimestrales de estos tres indicadores disminuyeron, aunque la velocidad mensual del IPCX1 aumentó luego de tres meses de descenso. Indica que por grupos, la mayor variación mensual se verificó en salud con un 1,1%, mientras las mayores caídas se presentaron en vestuario, con -1,1% y en alimentación, con -0,7%.

Por último, señala el señor Magendzo que las medidas de tendencia inflacionaria y las que excluyen diversos componentes del IPC, crecieron a tasas anuales similares a las del mes anterior, manteniéndose en general por sobre niveles coherentes con la meta de inflación. Indica que el incremento anual de la media podada por artículos (MPA) pasó de 5,4% a 5,5%, mientras la variación anual de la poda de los componentes más volátiles (TMVC) se mantuvo en 3,8%. Por su lado, la inflación anual de servicios subyacentes, que estadísticamente muestra una mayor persistencia que la inflación de bienes subyacente, pasó desde 5,4% a 5,1%. Asimismo, el IPC sin alimentos y energía aumentó 2,9% anual y 3% en el mes de diciembre.

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

En cuanto a mercados financieros, el Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene algunas dudas respecto de cuál es la tasa de interés externa relevante que se debe considerar en condiciones atípicas, como las que se han presentado en estos meses, con crisis de liquidez, para efectos de determinar la presión sobre el mercado cambiario. Agrega el Consejero señor Marfán, que en el corto plazo la tasa importante está implícita en las



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 119
Política Monetaria
07.02.2008 11.-

operaciones *forward*, la que se había observado hace algunos meses que estaba anormalmente alta. Por consiguiente, aquél banco chileno que quería endeudarse para respaldar su saldo de operaciones *forward*, se estaba endeudando a una tasa de corto plazo, que era anormalmente elevada, pero cuyo *spread* ha venido bajando. En consecuencia, cree que, sin demasiados movimientos de tasas, igual se pueden explicar variaciones cambiarias, por los cambios en los *spreads*.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que el tema que ha planteado el Consejero señor Manuel Marfán es que a ese diferencial, que se calcula con los futuros de *Fed funds* o la *forward* de *Fed funds*, debiera agregársele por un lado el *spread* interbancario, la *Libor*, y potencialmente, además, el *spread* local entre la *Libor* y la tasa de interés en dólares.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que lo señalado por el Gerente de División Estudios resulta correcto en condiciones normales, pero si se está en medio de una crisis de liquidez, la tasa de interés que se considera no es la *Libor* más un *spread* normal, sino que es una *Libor* más un *spread* raro, producto de la iliquidez y, agrega que en algunas sesiones anteriores se había observado que la tasa de interés internacional, que estaba implícita en las operaciones *forward*, consideraba un *spread* que era anormalmente alto respecto de lo que era en situaciones sin crisis de liquidez.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala que lo planteado por el Consejero señor Manuel Marfán es levemente distinto, ya que si el *spread* está alto podría significar que están realizando operaciones personas que se están activando en dólares y al mismo tiempo están cubriendo su posición como en el caso de las AFP. Por lo tanto, el costo lo están pagando quienes están invirtiendo en dólares y aquéllos que están endeudados en dólares, como son las grandes empresas chilenas, las exportadoras y otros que quisieran cubrir su posición en esa moneda "pesificándose". En consecuencia, señala que tales empresas reciben esta mayor tasa, por lo que su endeudamiento se afecta por este *spread* anormalmente alto y resulta más barato.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que no está cien por ciento seguro de su comentario, pero estima que podría analizarse en profundidad con posterioridad. Agrega, que se imagina que los bancos operan si todas las contrapartidas de las operaciones *forward* son bancos, las de las AFP operan con bancos y los exportadores también con bancos. El neteo, el broker es el sistema bancario. Si el sistema bancario está vendiendo más *forward* de los que está comprando, el mercado está comprando más *forward* de lo que está vendiendo, entonces en ese caso lo que tiene que hacer el banco es activarse en dólares y probablemente va al mercado *spots* a comprarlos. Si lo que ocurre es lo opuesto, y tiene que pasivarse en dólares, lo que tiene que hacer es pedir crédito por el neto. Por lo tanto, los exportadores y las AFP lo que hacen es que enfrentan exactamente el mismo precio *forward*, o sea, no es que unos tengan una tasa de interés de un tipo y los otros tengan una tasa de interés de otro tipo porque ahí sí que funciona justamente el arbitraje que están haciendo los bancos. Esa es la condición anormal que ha habido en este período y ese *spread*, que se vio en alguna sesión atrás, que era anormalmente muy alto, ha afectado a todos los participantes del mercado.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón le señala al Consejero señor Manuel Marfán que podría prepararse una minuta, conjuntamente con la Gerencia de División Política Financiera, para ser presentada en alguna sesión posterior.

El Presidente señor José De Gregorio señala que el tema planteado lo uniría con la discusión sobre tipo de cambio.

hp



El Consejero señor Enrique Marshall, sobre la misma materia, señala que en otras ocasiones también se ha planteado y discutido, el tema de si se debiera prestar más atención a la *Libor* que a la Tasa de Fondos Federales. Agrega, que en el mercado norteamericano la Tasa de Fondos Federales no es una tasa de referencia, no se efectúan operaciones con esa tasa y si se hace una operación con un banco no le pagan con la tasa de esos fondos, sino que todas las operaciones son a *Libor*, de manera que también habría que incorporar ese elemento en el análisis. Menciona también, que normalmente la *Libor* tiene una diferencia respecto a la de Fondos Federales que se calcula entre 10 y 20 puntos base por sobre la primera, pero sin embargo existen períodos en los cuales sube. En consecuencia, si se quiere explicar ciertos comportamientos, resulta mejor observar la trayectoria de la *Libor*, que en el último tiempo ha presentado una diferencia apreciable entre una y otra. Por consiguiente, le parece que también debiera incluirse en la minuta ya referida, que preparará la Gerencia de División Operaciones Financieras.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo indica que, en su opinión, otro elemento que podría estar influyendo en el tipo de cambio tiene que ver con las posiciones *non delivery forward* y agrega que no se observa al menos en los registros, un cambio en esta posición relevante que pudiera estar correlacionado con lo que ha ocurrido en el tipo de cambio. También señala el señor Magendzo que obviamente puede haber posiciones que no están registradas y que podrían estar explicando, en parte, esta situación. Asimismo, expresa que también se han efectuado comentarios respecto al *carry trade* y éste se encuentra muy relacionado con el diferencial de tasas con Brasil y su correlación con las monedas, pero señala que no habría un incentivo para deshacer un *carry trade*. Comenta que en todo caso, no se cuenta con registros respecto de qué es lo que está sucediendo.

El Consejero señor Enrique Marshall, a propósito del contenido de la minuta que se elaboraría, estima que sería conveniente investigar algo más sobre cuál podría ser el volumen de operaciones respecto de las que no se tiene información.

Comenta el Consejero señor Marshall que entiende que en el pasado se han preparado algunas minutas sobre este tema y existe cierta tranquilidad sobre la materia puesto que la información que no se conocía era reducida, pero en esta oportunidad surge la hipótesis que podría tratarse de un número mayor de operaciones de ese tipo, lo cual crea algún grado de dificultad para efectuar un monitoreo de éstas para determinar sus implicancias y efectos en los mercados financieros. En consecuencia, estima que habría que investigar el volumen de los contratos de los cuales no se tiene información.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón, en relación al comentario del Consejero señor Marshall, señala que una alternativa que podría utilizarse es obtener información, a través de la Mesa Internacional del Banco, respecto de los seis bancos extranjeros que tienen mayor presencia en Chile, y que probablemente corresponderían a aquéllos que podrían estar realizando este tipo de transacciones, respecto del stock de su posición de cambio.

El Gerente señor Magendzo señala que adicionalmente, quiere llamar la atención sobre el aumento extraordinario de volatilidad del tipo de cambio, que en todo caso ha estado por debajo de situaciones producidas en años anteriores, especialmente desde el año 2000, en particular el evento del 2001 y también en el 2004 y 2005 en que se observó una mayor volatilidad. Agrega que se ha efectuado un ejercicio respecto de la respuesta que en el Modelo de Proyección (MEP) tendrían ciertas variables ante una apreciación del tipo de cambio. El ejercicio se realizó con una apreciación de 7% del tipo de cambio nominal que corresponde a la diferencia entre el cierre estadístico del *IPoM* y el valor más bajo que alcanzó el TCN.

Lp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 119
Política Monetaria
07.02.2008 13.-

Menciona también que este modelo contempla tres escenarios. El primero de ellos, que es totalmente transitorio en el tipo de cambio nominal que cae 7%, y luego sigue la dinámica habitual del mencionado modelo. Otro escenario que es más permanente, en que el tipo de cambio nominal se mantiene 7% por debajo durante un año, y luego sigue la dinámica habitual. Y, un tercer escenario en que la caída es permanente, es decir, se produce una apreciación de 7% del tipo de cambio nominal y del tipo de cambio real de equilibrio. Lo anterior, se puede hacer en este modelo, porque refleja más que equilibrio parcial, un *shock* totalmente exógeno. Indica que se observa en este ejercicio que la inflación del IPC para fines de 2008, cae en aproximadamente un punto en el caso que es más permanente dicho *shock* y, cuando es más transitorio cae cerca de medio punto. Asimismo, señala que hacia fines de 2010 converge nuevamente a lo mismo, en atención a que actúa la política monetaria, y allí se observa que en el caso en que el *shock* es más permanente, la política monetaria sería unos 50 puntos base más baja que el escenario base. Por otro lado, comenta que si el *shock* es transitorio, las diferencias en movimientos de tasa son más bien menores, incluso en el MEP la tasa tiende a subir más adelante, porque empieza a reaccionar a la depreciación del tipo de cambio, que empuja la inflación hacia arriba, mientras que la apreciación está algo por encima en el horizonte y, los efectos no alcanzan a ser recogidos por la regla de ese modelo.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que cree que en este gráfico que se comenta existe un efecto visual, debido a que las escalas son distintas, pero si el tipo de cambio real, en la línea azul de dicho gráfico, termina siendo más bajo que en las líneas roja o mostaza, significa que la tasa de interés real, probablemente en la línea azul es más alta que en las otras, lo anterior, por una simple cuestión de arbitraje. De otro modo, si se quiere que el tipo de cambio real suba, la tasa de interés real para una misma tasa de interés real externa, tendría que ser más baja.

En consecuencia, señala el Consejero señor Marfán que la razón por la cual la tasa de política nominal va por abajo, es porque la inflación también está siendo más baja. Por lo tanto, cree que el diferencial de inflación debería ser mayor que el diferencial de tasa para que el modelo cuadre.

El Gerente señor Pablo García señala que desea realizar una precisión respecto de ese ejercicio en el sentido que la apreciación del tipo de cambio real no se genera por diferencial de tasas reales. Indica, que se trata de una apreciación real de largo plazo que se supone que ocurre por azar. Señala que no existe un artificio por el lado del diferencial que motive esa apreciación y en eso consiste la particularidad del MEP que permite realizar este tipo de ejercicio.

El Consejero señor Enrique Marshall, sobre colocación a personas y empresas, señala que falta observar cómo han aumentado las tasas de las tarjetas de crédito, instrumentos que resultan riesgosos. Agrega, que desde mediados del año pasado hasta la fecha ha habido un aumento significativo respecto a la percepción de riesgo de tales instrumentos, ya que no requiere de una selección de las personas como sucede con los créditos de consumo.

El Consejero señor Manuel Marfán, respecto al mismo tema, comenta que tiene la impresión que la elasticidad del precio de los créditos de consumo es baja, y de hecho la tasa de interés promedio que se cobra a los titulares de tarjetas de crédito es sumamente alta y no existe la sensación que se estén restringiendo las decisiones de endeudamiento de los consumidores a no ser que sea un crédito donde se calcula la cuota.

Lp



El Gerente señor Magendzo menciona que en algún momento el Banco Central de Chile señaló que para el crédito de consumo lo más relevante era el valor cuota y eso correspondía a un plazo y a un *spread*, lo que produce una contracción en ambos indicadores. Es decir, que los bancos estarían dispuestos a entregar dinero a menores plazos y a tasas de interés más altas y en consecuencia, el valor de la cuota debiera estar aumentando y se esperaría que tenga un efecto en el comportamiento de las colocaciones con efectos en la demanda, lo que en todo caso hasta ahora no se ha observado.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que debe tenerse en cuenta que en el caso de créditos de consumo, en particular, el freno opera con mucha lentitud, ya que lo primero que hacen los bancos cuando un cliente se encuentra con algún problema financiero es tratar de ofrecerle una fórmula de solución para reprogramarlos y en consecuencia, se continúa observando un crecimiento del crédito.

En cuanto a proyecciones de crecimiento, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que resulta relevante en el cambio de proyecciones lo referido al tema de la electricidad y el estado de los embalses, que aunque se han recuperado, se mantienen bastante bajos respecto del año 2005 y por sobre el estado en que se encontraban en el período 1997 – 1999, en donde prácticamente carecían de agua.

El Consejero señor Enrique Marshall menciona que esta información aparentemente indicaría que estos embalses se encuentran en niveles históricos en cuanto a su situación hidrológica. Sin embargo, advierte que el tema se ha agravado por la falta de gas proveniente de Argentina.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que la situación que se plantea hay que ponerla en un contexto de la existencia de otras fuentes alternativas de generación eléctrica, porque a fines de la década de los 90 se estaban habilitando gaseoductos y el hecho de tener una enorme restricción hídrica no necesariamente significaba una restricción futura porque se estaba creando una nueva forma de generación eléctrica más poderosa. Agrega, que hoy día esta situación es muy distinta, porque para el futuro existe más bien una cierta lentitud en la habilitación de nuevas fuentes de generación eléctrica, ocasionadas por algunos retrasos en la aprobación de la denominada "Ley Corta" o por cualquier otra causa, considerando además que la proyección de lluvias para este año sería baja.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta en primer lugar, que el gráfico que se muestra refleja que la tendencia estacional histórica no se está dando en esta época del año y sí se espera que en el margen se usen los recursos hídricos existentes. Menciona que la capacidad de generación eléctrica seguirá cayendo en el curso del año 2008, lo que producirá un impacto en costos y tarifas eléctricas.

El Gerente señor Magendzo indica que gran parte de la volatilidad que se ha presentado en el PIB últimamente, se explica por recursos naturales asociados a la minería, ya que repuntes de la producción minera son los que están produciendo la volatilidad en la variación trimestre a trimestre. Agrega, que también se ha observado que en términos de valor agregado resto existe una cierta desaceleración hacia adelante, pero que es relativamente moderada.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que se encuentra pendiente un estudio respecto a cómo son las relaciones entre energía y el PIB potencial, porque ello es lo mismo que el aumento del precio del petróleo. Indica el señor Consejero que el aumento de este último siempre se ha tratado como un *shock* de oferta para efectos de la inflación, pero no lo es para efectos del PIB. En consecuencia, esta situación le parece extraña, ya que tiene la



impresión que lo que ocurre es que se desplaza la curva de oferta de precios y cantidades. Señala que lo mismo sucedería producto de la sequía, de menores fuentes de energía eléctrica y otros, lo que afectaría el PIB potencial si es que resulta ser significativo, producto del análisis que estaría realizando la Gerencia de División Estudios.

Por otra parte, el Consejero señor Manuel Marfán comenta que la coyuntura ha estado muy volátil, especialmente en materia de inflación y precios, debido al tipo de cambio o por algún otro elemento. Agrega que tiene la sensación que el sector privado internaliza cada nuevo dato y ajusta nuevamente su proyección y por consiguiente, le parece que la proyección depende del último dato. Manifiesta el señor Consejero, que este fenómeno suele ocurrir en momentos de mayor volatilidad y estima que no debe mirarse con desprecio esa forma de hacer las cosas, ya el Banco procede de similar manera cuando cambia las proyecciones del *IPoM*, con motivo de los nuevos datos que se obtienen. Otro comentario tiene que ver con que en la última Reunión de Política Monetaria se puso un sesgo en el comunicado bastante claro respecto a futuras alzas en la Tasa de Política Monetaria.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que los precios que han mostrado mucha volatilidad son los de los combustibles y podría aparecer que se está efectuando una corrección hacia la baja, pero éste podría tener un alto margen de error porque esta situación sucede si todo permanece en los actuales niveles. Sin embargo, cree que atendida la evolución pasada del tipo de cambio habría que tener alguna precaución por los altos márgenes de error que pudieran existir.

Por otra parte, comenta que le llama la atención el alza esperada por el mercado respecto de la Tasa de Política Monetaria, la que después presentaría una corrección hacia abajo que conlleva un margen de error no menor. Le parece que habría que efectuar una lectura algo más cuidadosa, en atención a que para el mes de marzo se proyecta una inflación, la que hacia el futuro sería más moderada en un rango de 2% a 3%. Por consiguiente, cree que los precios están afectados por esa inflación alta de marzo, que se traduciría en un alza de la UF por un período de 30 días. Indica que se podría estar haciendo una lectura que el mercado está esperando un alza de tasa, en circunstancia que los precios reflejan que se va a tener un mes de marzo anormalmente alto, lo que se va a traducir en un impacto en la UF y debe ser arbitrado de alguna manera en el mercado. Señala que todo depende de los horizontes que se estén considerando.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel señala que coincide con lo que se ha dicho en el sentido que el mercado ha sobrereaccionado a las novedades puntuales del mes. Indica el señor Gerente que una excepción que estima preocupante de esta coyuntura es el hecho que el mercado en las compensaciones inflacionarias *forward* promedio de uno en uno ha subido en sus dos medidas, del diferencial obtenido del Banco Central y del diferencial que se extrae de las tasas *swap*, diez puntos base en una medida y en la otra 25 puntos base y como eso exactamente coincide con el horizonte de política de uno en uno, es la única señal que considera preocupante e inflacionaria en un contexto general de debilitamiento tanto en la economía doméstica como de la economía internacional.

El Presidente señor De Gregorio comenta que esa es la mejor demostración que son malas medidas de expectativas inflacionarias, que tienen una sorpresa negativa de inflación que en cualquier modelo y escenario debería llevar a un *narrowing* de la compensación inflacionaria. Indica que si se amplía 10 puntos, es una prima y eso es una muy buena indicación de cómo se pueden leer las primas de riesgo. Menciona que se puede discutir mucho sobre las décimas y estima que hay una cosa importante, como todas estas cosas están llenas de primas, hay que tomárselo con un poco de cautela. Considera que todos reaccionan



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 119
Política Monetaria
07.02.2008 16.-

muy fuerte a informaciones de un mes, lo que solamente constituye un dato por la estructura de los modelos. Agrega que en el caso de la estimación del Banco y las proyecciones del *IpoM*, si bien es cierto que este movimiento de tasas empezó a ocurrir hacia la mitad de la discusión, se debe a que en esa etapa se empieza a ser más fino en los modelos. No se trata de una reacción sólo al dato, sino que el propio proceso de estimación se va afinando de a poco y se van construyendo los datos que empiezan a salir. Dado el ámbito de incertidumbre, considera que se está en una situación compleja.

Por otra parte, en relación a la pregunta que planteara el Consejero señor Marfán respecto a si es producto o producto potencial, menciona que desde el punto de vista de su implicancia de política monetaria es monumental, porque cambia el signo.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García considera que hay tres temas relevantes. El primero es la interpretación respecto a brecha, inflación y política monetaria en las noticias de actividad. Estima que falta bastante para evaluarlas, pero si se tratara de un *shock* generalizado o si se hubiese visto a lo largo de varios sectores que dependían de la demanda, quizá podría tratarse de un caso más importante por el lado de la brecha. Menciona que el impacto, como se ha dicho, es de todas formas de un par de décimas.

Un segundo tema que menciona el señor Gerente de División, es cómo se interpreta la información coyuntural, cómo se evalúa y cómo se pondera. Estima que hay una diferencia cualitativa de las sorpresas de enero respecto a las de diciembre pasado. Indica que a diciembre se llevaba varios meses con sorpresas inflacionarias que se identificaron en algunos segmentos específicos, pero ese mes se tuvo una sorpresa inflacionaria de importancia, bastante generalizada y que llevó a evaluar si se estaba en una situación de persistencia que podría ser mayor de la que se consideró en su momento, situación que produjo una discusión bastante amplia cuando se conocieron las sorpresas de diciembre. Comenta el señor García, que las sorpresas de diciembre no fueron por las cifras, sino que la interpretación que se hizo de los modelos. A diferencia de esa sorpresa, lo que se está viendo ahora, que es de una magnitud parecida, son algunos aspectos bien puntuales, pero no se ha observado ninguna sorpresa generalizada a la baja en el proceso inflacionario que haga pensar que las perspectivas de persistencia de los *shocks* que se vieron el año pasado, se estén aminorando. Considera el señor Gerente de División Estudios que genuinamente se podría tener esa discusión, aunque no se obtendría una conclusión muy diferente, dada la magnitud del *shock*, porque es bien identificable la parte de combustibles, de perecibles y los otros que mencionó el Gerente de Análisis Macroeconómico.

Señala el señor García que el tercer punto y donde sí hay un elemento muy significativo, que potencialmente tiene grandes implicancias de política monetaria y donde sí se hizo el ejercicio para actualizarla, fue en la situación cambiaria. Señala que constituye una noticia importante que no está incorporada en las proyecciones del *IPoM* de enero y donde el impacto en las tasas de interés y en la inflación puede ser bastante significativo, dependiendo de la decisión que se adopte. Agrega que de hecho, si se hiciera una proyección del *IPoM* hoy día con el supuesto habitual, de que esto converge al nivel de largo plazo, se estaría presentando una depreciación real del tipo de cambio, con un lenguaje probablemente más agresivo del que salió en el *IpoM*; no de una leve depreciación, sino de una más significativa y con una trayectoria de tasas de interés que posiblemente sería distinta.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 119
Política Monetaria
07.02.2008 17.-

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 119.

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

El Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, en el mes de enero del presente año, el Consejo decidió aumentar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, decisión que se estimó congruente con las perspectivas de mayor inflación contenidas en el reciente *IPoM*, y que además permitía asegurar la convergencia de la inflación a 3% anual en el horizonte de política. Adicionalmente, señala el Gerente de División Estudios, señor García que el Consejo comunicó que, aunque las decisiones futuras dependerían de la información recibida, podían ser necesarios ajustes adicionales a la Tasa de Política Monetaria.

Agrega, que desde dicha Reunión, las principales noticias que se han acumulado son las siguientes:

1. En el ámbito internacional, los indicadores del mes siguieron dando cuenta de marcados deterioros adicionales en Estados Unidos de América, tanto en sectores productivos como en las condiciones financieras. Esto ha motivado niveles elevados de volatilidad bursátil en los principales mercados desarrollados y emergentes, con caídas significativas de precios de acciones.
2. Señala también, que el debilitado escenario económico en Estados Unidos de América, ha motivado acciones de política monetaria inesperadamente agresivas por parte de la *Fed*, acumulando 125 puntos base de recorte en su tasa de referencia durante las últimas semanas, esperándose ahora que la tasa de fondos federales se ubique en torno a 2% en seis meses más, comparado con una expectativa de 3% en la última reunión.
3. Agrega el señor García que en el resto de las economías desarrolladas y emergentes importantes no se han apreciado signos de un debilitamiento claramente mayor que el previsto, y las autoridades no han variado su visión de política de un mes atrás. El mercado, en todo caso, sí anticipa menores tasas de interés.
4. Por otro lado, el precio del cobre se mantiene alto, mientras que el petróleo y la gasolina han tendido a descender.
5. En el caso de Chile, las principales novedades han sido una apreciación del peso, bastante menos inflación en enero que la proyectada, un crecimiento algo menos dinámico, y mayores riesgos por el lado del abastecimiento eléctrico.
6. Por el lado cambiario, señala el señor Gerente de División Estudios que el peso se ha mantenido en niveles más fortalecidos, entre 4% y 6%, que los implícitos en las proyecciones del *IPoM*. Aunque como siempre es difícil explicar las causas de la volatilidad cambiaria, el elevado componente inesperado en el incremento del diferencial de tasas entre Chile y Estados Unidos de América, y su persistencia anticipada, podría explicar una fracción relevante de esta apreciación.

Ly



7. Comenta el señor García que en términos de actividad económica, la principal sorpresa fue una significativa caída en la refinación de combustibles. Esto, junto con los mayores riesgos en el ámbito eléctrico, lleva a revisar a la baja el crecimiento del primer semestre en tres décimas.
8. Por el lado de los precios, señala que las contribuciones a la menor inflación estuvieron en elementos volátiles, como los perecibles, los combustibles y los transportes, estos dos últimos, por caídas de precios internacionales y por apreciación cambiaria. Asimismo, indica que las medidas subyacentes de la inflación no han vuelto a aumentar aunque se mantienen elevadas.
9. Indica que las expectativas privadas han interpretado el conjunto de noticias como sugerentes de una dinámica inflacionaria más benigna, y han corregido la trayectoria esperada para la Tasa de Política Monetaria, reduciendo el número de aumentos de un rango de cero a dos a un rango de cero a un alza adicional.

Comenta el Gerente de División Estudios señor Pablo García que dados los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria, se considera que las opciones más plausibles para esta ocasión corresponden a un incremento de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base, similar a los efectuados en circunstancias anteriores, o su mantención en el nivel actual.

Señala el señor García que la opción de considerar un aumento de la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad, se puede justificar en la medida en que se estime que el escenario macroeconómico, contenido en el Informe de Política Monetaria sigue vigente en lo grueso y, por tanto, que las noticias de enero no modifican de manera muy significativa las tendencias de mediano plazo de la inflación. Menciona que por un lado, no se estima que existan antecedentes suficientes como para alterar de manera importante las proyecciones de inflación de mediano plazo a partir de las sorpresas de inflación y actividad de enero. Agrega el señor García que en la medida que se estime que la apreciación cambiaria sólo refleje volatilidad, ésta no debería persistir y, por tanto, no se daría por este lado una fuerza desinflacionaria significativa. La expansión del crédito y el dinero continúa en cifras similares a los meses pasados, revelando que las condiciones financieras locales son aún ventajosas, mientras la demanda interna, en particular la inversión, continúa dinámica. Asimismo, indica que el escenario externo se ha deteriorado, pero todavía no se aprecian efectos en economías emergentes, más allá de los vaivenes bursátiles. Señala también que aunque la trayectoria de tasas se ha aplanado, el mercado aún considera en las valoraciones un incremento adicional de la Tasa de Política Monetaria, con compensaciones inflacionarias que siguen elevadas.

Agrega el señor García que la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión se puede justificar de dos maneras. Primero, como una pausa para acumular antecedentes dentro de un escenario macroeconómico similar al contenido en el Informe de Política Monetaria. Esto se justificaría principalmente por dudas respecto de la persistencia de las noticias inflacionarias más recientes, por un lado, y de la apreciación del tipo de cambio, por otro. Adicionalmente, el entorno global se ha deteriorado y hay dudas relevantes respecto de cómo impactará al resto del mundo un escenario de mayor debilidad en Estados Unidos de América.

Indica el señor García que en segundo lugar, para justificar una mantención de la Tasa de Política Monetaria se puede evaluar que el escenario macroeconómico es ahora distinto, y por tanto el diagnóstico de política monetaria también ha variado. Esta última visión resultaría de mirar con un prisma algo distinto los argumentos señalados con anterioridad, principalmente referidos a las implicancias desinflacionarias de la apreciación cambiaria



reciente y el dato de IPC de enero, leyéndolos como fenómenos de mayor persistencia. Asimismo, aunque la expansión de los agregados monetarios y crediticios sigue relativamente dinámica, la encuesta de condiciones de otorgamiento de créditos revela estándares más estrictos para todos los segmentos de deudores. Agrega que el crecimiento proyectado de la actividad para el primer trimestre se ha corregido a la baja, mientras que el escenario global muestra un deterioro significativo que, tarde o temprano, afectará a las economías emergentes.

Manifiesta que con relación al mayor riesgo energético que se ha presentado en la última semana, sus implicancias sobre política monetaria no son del todo obvias. Por un lado, mayores costos de la energía traerán efectos adicionales en precios internos en el corto plazo, justamente cuando se proyecta que la inflación anual comenzaría a disminuir. Por otro lado, el impacto negativo en actividad y gasto lleva a implicancias sobre holguras y presiones subyacentes de precios que son inciertas, y los riesgos de un escenario energético negativo que persista hacia el 2009, se han incrementado.

Agrega el señor García que como se ha mencionado, un tema clave a la hora de evaluar cursos de política es el impacto en inflación de mediano plazo de la apreciación reciente del tipo de cambio. Indica que en caso de ser totalmente persistente, esta apreciación de 5% llevaría a la inflación dentro del rango meta hacia el cuarto trimestre de este año y cerca del piso del mismo rango durante el primer semestre de 2009. La trayectoria de política monetaria coherente con este escenario alternativo sería con reducciones acumuladas de hasta 75 puntos base durante el segundo semestre de este año y, los efectos de trayectorias menos persistentes son bastante más acotados.

Señala el señor García que respecto de la trayectoria del precio de los combustibles, con la información disponible a hoy la incidencia hacia fines de 2009 sería de a lo más un par de décimas de menor inflación, dada la convergencia de la paridad a cifras cercanas al techo actual del FEPP. Menciona que si por el contrario, se mantiene el subsidio de \$ 40, el efecto podría llegar a ser algo menor de medio punto a fin de año.

Agrega el señor García que como es habitual, consideraciones de orden táctico y comunicacional pueden llevar en esta ocasión a ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. Primero, se estima que aunque tanto una mantención como un incremento de 25 puntos base son congruentes con el escenario base del *IPoM*, la segunda opción daría una indicación inequívoca de que la trayectoria reciente del tipo de cambio no es incoherente en el esquema de flotación cambiaria. Segundo, una combinación de mantención de la Tasa de Política Monetaria y eliminación del sesgo da una indicación de que se perciben implicancias desinflacionarias relevantes de la apreciación del tipo de cambio o que se ve un deterioro del escenario global para Chile en el corto plazo. Estas indicaciones serían menos intensas en el caso de mantener el sesgo a la espera de mayor información.

Menciona el señor García que en tercer lugar, es importante evitar la percepción de que las decisiones de política monetaria constituyen una reacción mecánica o exagerada a las noticias del mes. Agrega que el horizonte de la política monetaria es en torno a dos años y la potencia de la política monetaria está determinada por su persistencia y su orientación a cumplir con el objetivo en el horizonte de política. Por ello, estima que un cambio de diagnóstico relevante respecto a la última Reunión de Política Monetaria no debería justificarse con antecedentes de un solo mes.

Finalmente, menciona el Gerente de División señor García que con respecto a lo que espera el mercado, mayoritariamente se anticipa una mantención en esta ocasión, aunque aún con probabilidad de aumentos en el futuro.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 119
Política Monetaria
07.02.2008 20.-

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 Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, señala que la gran mayoría de las novedades del mes apuntan a una sola dirección, la que consiste en la circunstancia que en la economía internacional, hay importantes componentes no anticipados en el desarrollo de la crisis *sub-prime* y sus coletazos financieros y reales, en el debilitamiento de la economía de Estados Unidos de América y en algunos otros países importantes, en el precio del petróleo y, en particular, en la dramática reducción del *Fed Funds Rate* en 125 puntos base. Agrega que del anterior debilitamiento de la economía mundial sólo han escapado los precios de algunos *commodities*, como sucede con el caso del cobre.

Señala el señor Gerente de Investigación Económica que en la economía doméstica se han verificado *shocks* contractivos de oferta en la producción, reflejados en un crecimiento menor proyectado para el primer trimestre de 2008, y sorpresas a la baja en los precios de ítems volátiles, reflejadas en un componente no anticipado de -0,6% en el registro del IPC del mes de enero. Comenta que a ello se agrega una apreciación del tipo de cambio nominal en tomo a 5%, probablemente derivada, en gran parte, de la reducción sorpresiva de la tasa de política de la *Fed*, explicación congruente con una depreciación anticipada futura del tipo de cambio, coherente con el diferencial de las tasas de rendimiento esperadas a futuro.

Agrega que estas novedades, en la medida en que modifiquen también las proyecciones futuras de brechas e inflación, justificarían una política monetaria menos restrictiva.

Sin embargo, cree que hay un antecedente que apunta en la dirección contraria, mientras que las compensaciones inflacionarias a 12 meses y de *forwards* de tres en dos y de cinco en cinco, caen respecto a un mes atrás. Por su parte, la compensación inflacionaria de *forward* de uno en uno sube en 10 puntos base durante el último mes, llegando a 3,70%, al cierre estadístico de ayer. Menciona el Gerente de Investigación Económica que quisiera detenerse brevemente en esa novedad, porque el plazo de la compensación uno en uno coincide precisamente con el horizonte de política monetaria del Banco, por lo que esta medida de la compensación inflacionaria, aunque es imperfecta en relación a las expectativas de inflación del mercado en dicho plazo, debe ponderarse con mucha más atención que lo que sucede para plazos distintos. Por lo tanto, señala que detrás de este aumento de la compensación inflacionaria pueden haber tres factores o una combinación de ellos, esto es un alza en el premio por riesgo inflación, y alza en el premio por riesgo liquidez o un alza en las expectativas de inflación. Le parece al señor Gerente de Investigación Económica que resulta difícil argumentar que se debe a un alza en el premio por riesgo inflación, porque dicho mayor riesgo debería haberse reflejado con mucha más intensidad en un alza en la compensación inflacionaria en doce meses, pero ésta se redujo en 108 puntos base en los últimos treinta y un días.

Señala también, que en ausencia de buenas medidas de las ofertas relativas a títulos emitidos a plazos distintos y una adecuada identificación de cambios en las demandas deseadas de estos instrumentos, no se puede discernir si el alza de la compensación inflacionaria a doce meses se debe a un aumento en el premio de liquidez o a un aumento de expectativas inflacionarias. Agrega que sí se debe señalar que las cuatro medidas de compensación inflacionaria, a distintos plazos, se encuentran hoy muy cercanas entre sí, esto es, entre 3,52% y 3,76%, que son niveles aún preocupantes y que justificaron las alzas en la Tasa de Política Monetaria realizadas en el pasado reciente.

4



Finalmente, el Gerente de Investigación Económica estima que, balanceando las novedades nacionales e internacionales contractivas en actividad y precios, con el riesgo que aún se enfrentan por las altas compensaciones inflacionarias, y con la mantención de la coherencia intertemporal en las decisiones de política, se sugiere adoptar una política levemente menos restrictiva en esta ocasión, manteniendo la Tasa de Política Monetaria en 6,25%, pero suprimiendo todo sesgo a dicha decisión.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan Logan.

Indica el señor Cowan que el motivo principal para mantener la Tasa de Política Monetaria, lo constituye una serie de eventos, y de nueva información que apuntan a un escenario de demanda agregada más contractivo que lo anticipado en la última Reunión de Política Monetaria.

El señor Gerente mencionado destaca que, en primer lugar, aquellos eventos que apuntan a un menor nivel de actividad económica para el próximo año, en Estados Unidos de América y Europa, son los siguientes: la información sobre los niveles de actividad del año 2007; las proyecciones para el año 2008 de agentes privados; las decisiones de la *Fed* y el Banco de Inglaterra de rebajas de tasas. En este aspecto, merece la pena destacar que el Banco de Inglaterra en su *statement* indica que uno de los motivos de rebaja de tasas es "*The prospects for output growth abroad have deteriorated and the disruption to global financial markets has continued*"; las indicaciones de que las condiciones crediticias bancarias en Estados Unidos de América se están volviendo más contractivas; y en general, un panorama financiero que no muestra señales de despejarse en el corto plazo, llevando a la mantención de altos *spreads* y bajo levantamiento de fondos en los mercados de renta fija no bancarios.

En segundo lugar, señala el señor Cowan que existen indicaciones de que las condiciones financieras en el mercado doméstico eran más contractivas de lo que se pensaba hace un mes, en particular, la mayor restricción en las colocaciones bancarias, de consumo y comerciales, y en alguna medida, la desaceleración en la tasa de crecimiento de las colocaciones de consumo bancarias.

El Gerente de División Política Financiera sugiere, en consecuencia, mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual con un sesgo al alza en el comunicado, por cuanto las expectativas de inflación a mediano plazo permanecen altas.

Por último, indica que quiere sumarse a la preocupación expresada en la Minuta de Opciones, respecto a la importancia de no justificar la decisión de políticas en base a los eventos del último mes.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si es posible que se informe con algún detalle, de las decisiones del Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo, principalmente respecto a los sesgos que incluyeron en el fundamento de sus decisiones.

El Gerente de Análisis Internacional indica al Consejero señor Marfán, que el Banco de Inglaterra básicamente planteó su preocupación por el crecimiento mundial, así como también señaló la existencia de un escenario totalmente deteriorado. Agrega el señor Lehmann que el mencionado Banco está observando condiciones crediticias más estrechas, no de la magnitud que se presentan en Estados Unidos de América, pero que dan cuenta de una contracción de las condiciones crediticias en general en el Reino Unido y por otro lado, como

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 119
Política Monetaria
07.02.2008 22.-

aparece en el comunicado del Banco de Inglaterra, la inflación a diciembre está cerca del 2%, es decir, tiene menos presiones inflacionarias por ese lado. Respecto al Banco Central Europeo, que mantuvo su tasa en 4%, el planteamiento que efectúa dicha institución está relacionado con un entorno internacional más deteriorado y una visión de preocupación respecto a la actividad en Europa, afectada por la situación en Estados Unidos de América. Agrega el señor Lehmann que este comunicado del Banco Central Europeo es algo más cuidadoso y plantea que las presiones inflacionarias se mantienen y por lo tanto, ese sesgo permanente respecto de la preocupación por los créditos también se sostiene. No obstante esto, el mercado sigue esperando recortes en el futuro.

El Presidente señor José De Gregorio, ofrece la palabra a la señora Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart Herrera.

La señora Ministra de Hacienda Subrogante señala que le ha parecido muy interesante la Reunión realizada durante la mañana y felicita a quienes expusieron, por el buen trabajo que han efectuado.

En cuanto al tema de fondo, le parece que tal como lo señaló la Gerencia de División Estudios en la exposición antes referida y también en la Minuta de Opciones, hay noticias que se han acumulado en este mes que son básicamente cuatro: un escenario externo más volátil y más deteriorado en relación al esperado en el *IPoM*, especialmente en el caso de Estados Unidos de América; una mayor incertidumbre respecto a los efectos que tenga la desaceleración en los Estados Unidos de América en el resto del mundo, en que no se descartan que algunas economías se acoplen a Estados Unidos de América, en línea con lo que se hubiese esperado en el pasado; una menor inflación a la prevista, que en el futuro se pueda materializar en presiones inflacionarias de otra índole. Agrega que, por cierto las proyecciones del Banco y las del mercado muestran menos inflación hacia el futuro que la esperada hace un mes atrás y, el último elemento noticioso, que desde su punto de vista no es extremadamente relevante, es un menor crecimiento al esperado. Agrega también una reflexión que va más allá del *IPoM* pasado, que dice relación a que las estimaciones de crecimiento han venido cayendo de manera sistemática desde septiembre.

Hace presente que ciertamente el desempeño asociado a sectores de recursos naturales y lo señalado por la Gerencia de División Estudios, explica en parte el importante resultado de este deterioro, pero cree que este fenómeno va más allá de lo observado. Asimismo, indica que el valor agregado del resto de los sectores ha venido cayendo sistemáticamente desde septiembre pasado y ello debiese constituir una luz de alerta respecto de lo que pueda suceder con la actividad durante este año y ciertamente, con respecto a presiones inflacionarias en el horizonte de política.

Por tanto y en este contexto, la señora Ministra de Hacienda Subrogante, cree oportuno mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. En relación al comunicado, le parece necesario entregar la señal en cuanto a que la información acumulada en este mes, tiende a reducir las presiones inflacionarias.

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



El Consejero señor Sebastián Claro agradece a la Gerencia de División Estudios por el trabajo realizado y destaca que, personalmente, se siente muy interpretado por los comentarios entregados en la Minuta de Opciones.

Señala el Consejero señor Claro, que el último mes ha sido particularmente abundante en datos novedosos. Sin embargo, indica que tiene dudas respecto al contenido informativo de éstos. Agrega que los principales antecedentes desde la última Reunión son: un registro de inflación de enero menor al esperado; una baja cifra del IMACEC en diciembre; una apreciación considerable del peso, evidencia clara de una desaceleración en Estados Unidos de América, aunque la incertidumbre sobre la amplitud y duración de ésta se mantiene en incógnita. Le parece que sigue habiendo incertidumbre sobre el efecto de la desaceleración en Estados Unidos de América sobre otros países desarrollados o países emergentes, pero hasta ahora no existe evidencia que indique una desaceleración generalizada y mucho movimiento bursátil.

Por otra parte, menciona que la baja inflación de enero parece obedecer principalmente a factores puntuales: la caída del tipo de cambio nominal mas allá de lo que la evolución de la política monetaria predice; la caída en el precio del petróleo, e inyección fiscal al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles. En su opinión, controlando esta situación y con supuestos razonables respecto de la evolución futura de estos *shocks*, la dinámica de la inflación no presenta mayores novedades.

Comenta asimismo, que la cifra del IMACEC también tiene componentes puntuales, pero que las mayores novedades respecto de la evolución futura del producto tienen su origen, hasta ahora, en elementos de oferta, y al respecto piensa especialmente en el tema de la energía que difícilmente pueden y deben ser compensados con política monetaria. Agrega que las proyecciones de crecimiento de la demanda interna siguen altas, y la política monetaria sigue contribuyendo a su expansión. Manifiesta que las mayores restricciones crediticias, que no se reflejan significativamente en menores cantidades, son parte deseada del ajuste iniciado a mediados de 2007 y por lo tanto, en su opinión, no serían preocupantes.

Por otro lado, en el ámbito internacional, el Consejero señor Claro menciona que la sorpresiva reacción de la *Fed*, por lo menos en el *timing* y también en el tamaño del ajuste, no es fácil de interpretar. Asimismo, dicha reacción confirmó o anticipó las malas cifras que se conocieron con posterioridad, pero por otro lado podrían atenuar en parte una contracción importante. Señala que en todo caso, parece claro que el crecimiento en Estados Unidos de América el 2008 será menor que el considerado originalmente. Indica que en Europa, la preocupación fundamental es el alza en la inflación, y tal como lo señala el comunicado de hoy del *Banco Central Europeo*, los riesgos de mayor inflación en el mediano plazo son importantes, en el contexto del crecimiento del dinero y crédito muy fuertes y con fundamentos económicos sólidos. Agrega también que, por el lado del producto, se argumenta que la situación todavía es muy comentada. Hace presente el Consejero señor Claro, que en China la preocupación creciente es la inflación, que es consecuencia de que la flexibilización cambiaria no vino acompañada de una moderación en la expansión monetaria y del crédito, en el contexto de un sistema financiero bastante discreto. En todo caso, los *spreads* de riesgo soberano y los precios de los *commodities* no parecen estar evidenciando efectos fuertes sobre países en desarrollo, y no puede descartarse efectos mayores en el corto y mediano plazo.

hp



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 119
Política Monetaria
07.02.2008 24.-

En consecuencia, le parece al Consejero señor Claro que las novedades del mes, siendo numerosas, no representan un cambio significativo en el escenario previsto, por lo que no ve razones para desviarse de la proyección de política monetaria planteada en la Reunión anterior, la que consideró adecuada.

Por tanto, vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25%, y que el comunicado tenga un sesgo alcista.

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

Señala el Consejero señor Marshall que el escenario externo se ha vuelto a deteriorar, e indica que las últimas cifras conocidas para los Estados Unidos de América muestran un ajuste generalizado y bastante significativo, que explica la reacción de política de sus autoridades y, en particular, el fuerte recorte en la Tasa de Política Monetaria. Agrega que, con matices entre regiones, las perspectivas apuntan a un menor crecimiento a nivel global.

Comenta también que las noticias más importantes han provenido de los mercados financieros, los que se han visto afectados por nuevas turbulencias. Indica que esta vez, los mercados más afectados han sido los bursátiles, los que han observado significativas correcciones y altísimas volatilidades. Agrega que en este contexto, los rendimientos de los títulos de gobierno en los países desarrollados y, particularmente en Estados Unidos de América, han vuelto a caer, mientras las primas por riesgo para otros emisores han aumentado.

Menciona que no obstante lo anterior, la preocupación por la inflación sigue presente, en tanto los precios de los *commodities* permanecen en niveles elevados y algunos de ellos vuelven a subir en el transcurso del último mes. Señala el Consejero señor Marshall que atenúa este cuadro, la evolución del precio del petróleo que mostró una caída en el curso del último mes. Le parece que junto con el deterioro observado, los riesgos para la economía global también han aumentado. La probabilidad de un ajuste más severo en los Estados Unidos de América, con el consiguiente impacto sobre otras regiones, se ha elevado. Indica que en el frente interno, las noticias más importantes fueron la sorpresa inflacionaria de enero, el bajo registro del IMACEC de diciembre y la significativa apreciación cambiaria de las últimas semanas. Por otra parte, los agregados monetarios y crediticios siguen mostrando tasas de crecimiento elevadas, sin embargo la evolución de las tasas de interés y de los estándares de otorgamiento de crédito, dan cuenta de un gradual proceso de ajuste.

El Consejero señor Marshall agrega que por otra parte, el peso se ha apreciado significativamente en el curso del último mes, lo que respondería en parte al diferencial de tasas que se ha producido con los Estados Unidos de América después de las noticias de inflación y crecimiento que se conocieron esta semana, y el mercado reaccionó revirtiendo una parte de la apreciación previamente observada.

Comenta el Consejero señor Marshall que la actividad interna crece moderadamente y parece confirmarse la tendencia de los sectores que venían mostrando un bajo dinamismo, como son los relacionados con recursos naturales y la industria. La demanda interna, en cambio, mantiene su dinamismo y las importaciones crecen a tasas más bien elevadas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 119
Política Monetaria
07.02.2008 25.-

Por otro lado, el mercado laboral entrega señales de mayores holguras, la fuerza de trabajo se expande a tasas más altas que en el pasado y la tasa de desocupación se mantiene en una tendencia al alza. Congruente con ello, los salarios no muestran cambios significativos en sus tasas de crecimiento, las que se aprecian como normales considerando el nivel de la inflación y los mecanismos de indexación habituales. Asimismo indica, que la variación mensual del IPC sorprendió a la baja en enero, por factores bastante puntuales. La variación anual, sin embargo, se mantiene alta y distante de la meta.

Agrega el Consejero señor Marshall que como es usual, el mercado ha reaccionado a las últimas cifras y ha revisado sus expectativas de inflación para los plazos más cortos. Las expectativas de largo plazo y, en particular, las que se obtienen de las encuestas, se han vuelto a ubicar en 3%.

Señala que concordante con lo anterior, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria se han ajustado. La encuesta de este mes, posterior a las noticias de inflación y actividad, no contempla alzas y ha incorporado una eventual baja hacia fines de año. Por su parte, los precios de los activos anticipan un sólo aumento de 25 puntos base que se revertiría hacia fines de año. En todo caso, le parece que para esta Reunión la inmensa mayoría del mercado no espera cambios en el nivel de la Tasa de Política Monetaria.

Con estos antecedentes, el Consejero señor Marshall, señala que la opción de política que surge con mayor claridad es la de mantener la tasa en su actual nivel. Agrega que por de pronto, descarta una baja de la referida tasa porque la inflación sigue siendo muy alta y una relajación de la política monetaria, en medio de un proceso de ajuste en marcha que aún está lejos de concluir, aumentaría los riesgos de propagación que son precisamente los que se han buscado mitigar en los últimos meses.

Por otro lado, comenta el señor Consejero que las noticias del último mes plantean la necesidad de evaluar con atención algunos desarrollos que podrían tener un impacto significativo sobre la trayectoria de la inflación. El más importante de ellos es la apreciación cambiaria, pero también parece pertinente contar con mayor información sobre la trayectoria de la actividad y la evolución del escenario externo. Por lo tanto, lo más prudente en este caso, es esperar para contar con mayor información antes de tomar una decisión, dado que los riesgos asociados a esta opción no parecen altos.

Finalmente, el Consejero señor Marshall, señala que habría que agregar adicionalmente que una decisión distinta sorprendería al mercado y podría generar efectos adversos. Asimismo, le parece que en lo que se refiere a la orientación o sesgo de la política monetaria, los nuevos antecedentes son todavía insuficientes para sostener un cambio. Sin embargo, estima que de persistir algunas de las tendencias observadas, los ajustes adicionales sugeridos o anticipados en el último *IPoM* podrían no resultar necesarios.

Por consiguiente, su voto es mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25%.

Se deja constancia que en este acto, la señora Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart hace presente al señor Presidente del Banco que por razones inherentes a su cargo, debe retirarse de la sala antes del término de la Sesión.

4



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

El Consejero señor Manuel Marfán, hace presente que en lo externo, lo más relevante ha sido la brusca sorpresa en las decisiones de política monetaria de Estados Unidos de América y las expectativas que la Tasa de Política Monetaria respectiva seguirá bajando a futuro. Señala que ello incluso ha alterado las proyecciones de política monetaria para el Banco Central Europeo, donde el mercado espera en promedio entre una y dos reducciones de la tasa respectiva en el resto del año. Indica que para ponerlo en lenguaje de Banco Central, el mercado tiene un sesgo a la baja en las tasas de política en Europa, que no existía hace un mes atrás. Agrega que la reacción de la política monetaria en los Estados Unidos de América es un reflejo de un debilitamiento del escenario económico para esa economía, esto es, las dificultades financieras de la crisis *subprime* ya están deteriorando las variables reales y se espera que lo sigan haciendo.

Comenta el Consejero señor Marfán que, en lo interno, resalta especialmente la apreciación adicional del peso, el tipo de cambio real continúa desalineándose, respecto de lo que el Banco Central de Chile considera que es su nivel consistente con sus fundamentos de largo plazo, y que a falta de otras explicaciones, este desalineamiento sería la sorpresa de políticas en los Estados Unidos de América. Indica que en un segundo nivel, cabe mencionar también como novedad una inflación mensual algo menor a la esperada, un crecimiento algo menos dinámico al esperado por el mercado y la percepción de mayores riesgos en la oferta energética. Hace presente el señor Consejero que, a su juicio, los *shocks* energéticos tanto de precios como de cantidad afectan el potencial de crecimiento no inflacionario de la economía, así mientras la apreciación cambiaria implicará menores presiones sobre la inflación, una oferta de energía más restringida operaría en la dirección contraria.

Por otra parte, señala el Consejero señor Marfán, que ante una coyuntura cambiante los Bancos Centrales de Estados Unidos de América y aparentemente, hacia delante, el Banco Central Europeo, han sido más rápidos en reaccionar, e incluso algunos analistas piensan que haya tipos de sobre-reacción, en este caso cree inconveniente innovar con fuerza la información de cada mes, ya que la reacción de política ayudaría más bien a aumentar la volatilidad más que a reducirla. Agrega, que la nueva información apunta a que la decisión en esta oportunidad sea la de mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. Indica que descarta reducirla porque implicaría una sobre-reacción muy clara, pero también descarta un aumento, ya que la nueva información apunta a una convergencia más rápida que la prevista al 3% anual, e incluso cree conveniente, al igual que como el mercado ha detectado para el caso de Europa, suavizar el sesgo al alza introducido en el último comunicado del Banco Central de Chile, sobre la base principalmente de que nuestra economía no opera en un vacío y no está lo suficientemente desacoplada de lo que está ocurriendo en la política monetaria en otras partes del mundo.

En consecuencia, por las razones indicadas, el Consejero señor Manuel Marfán vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 6,25%, y eliminar todo sesgo en el comunicado que se entregue.

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

Señala el señor Vicepresidente que como se ha repetido en esta Reunión, y también lo hará él, una de las noticias más relevantes para el panorama inflacionario futuro en estos últimos treinta días, ha sido el debilitamiento adicional de la economía de los Estados Unidos de América. Agrega que en el plano interno se observa una inflación inferior a la



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 119
Política Monetaria
07.02.2008 27.-

proyectada, que ha ido acompañada de una importante apreciación del peso y un debilitamiento del crecimiento de la actividad.

Por otra parte, señala que en el plano externo, en el mes de enero se ha observado un deterioro superior al previsto en la actividad en el mercado laboral y en las expectativas, todo ello acompañado de una inusual volatilidad en los mercados financieros. Frente a ello las autoridades han reaccionado, como se sabe, con dos recortes de tasas por un total de 125 puntos base y un paquete de estímulo fiscal de alrededor de 150 billones de dólares. Indica que pese a estas señales, los mercados siguen esperando nuevos recortes de la tasa del *Fed* y la probabilidad de una recesión se ha elevado. Asimismo, el riesgo que la desaceleración de los Estados Unidos de América se traslade a otros países del mundo desarrollado y eventualmente en el mundo emergente, también ha crecido.

El señor Vicepresidente señala que en el plano interno, por otro lado, los datos más relevantes han sido una inflación inferior a la proyectada en el mes de enero y la perspectiva de un crecimiento menos dinámico del proyectado para el primer semestre del año. Sin embargo, para igual período se prevé que la demanda interna continuaría creciendo a tasas elevadas, impulsadas especialmente por la inversión. Le parece que la desaceleración de la actividad responde entonces a otro tipo de elemento, algunos puntuales, otros estructurales, pero no a factores de demanda. Agrega que coincide con la Gerencia de División de Estudios, en cuanto a que las opciones pertinentes para la decisión de hoy son aumentar la Tasa de Interés de Política Monetaria en 25 puntos base o mantenerla en su nivel actual. Indica el señor Vicepresidente que para esta decisión resulta clave tener presente hasta qué punto los desarrollos de los últimos treinta días modifican el diagnóstico que se realizó en el *IPoM* de enero pasado, en particular, de qué modo la percepción de que se está enfrentando un fenómeno de mayor persistencia inflacionaria, se mantiene o se ve modificada por estos antecedentes.

En su opinión, la menor inflación de enero se explica como indica el propio informe de la Gerencia de División Estudios, esencialmente por la contribución de elementos bastante volátiles como son los precios de los alimentos perecibles, los combustibles y la apreciación del peso. Estima el señor Vicepresidente que resulta difícil pensar, a partir de la información disponible, que estos factores pudieran tener una persistencia mayor que afecte de modo significativo el panorama inflacionario a mediano plazo, más aún en presencia de una demanda interna dinámica, condiciones financieras internas que continúan siendo favorables y una inflación que seguirá aumentando sus registros anuales durante el primer trimestre de este año. Señala el señor Vicepresidente, que a ello se agrega por último, el hecho que las expectativas de inflación y las diferentes medidas de tendencia inflacionaria siguen elevadas y se ha encontrado escasa variación. Agrega que este diagnóstico debiera conducir a privilegiar la opción de aumentar la Tasa de Política Monetaria en la Reunión de hoy. Sin embargo, cree que también puede justificarse la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria sin abandonar el diagnóstico del *IPoM* de enero, el cual sigue apoyando, ello por cuanto la mantención permitiría, por una parte, acumular más antecedentes para juzgar la persistencia de la reciente caída en el precio del petróleo, así como de la apreciación del peso y, por la otra, permitiría monitorear el desarrollo del entorno global y su impacto sobre la economía chilena. En suma, le parece que la opción de esperar tiene mayor valor que la de actuar, o puesto de otra manera, el riesgo a equivocarse es mayor si se opta por aumentar la Tasa de Política Monetaria, que si se la mantiene.

En consecuencia, vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25% anual en la Reunión de hoy. Agrega que un aspecto muy significativo sin embargo, que va más allá de la decisión de política monetaria, se relaciona con el sesgo del comunicado. En este sentido, su preferencia es por mantener y suavizar algo más el sesgo del comunicado, de

4



manera de no sobrereaccionar frente a noticias de un solo mes y de cuya persistencia se tienen justificadas dudas. Ello tendría la virtud de comunicar que la orientación de la política monetaria es a mediano plazo y que mientras no se determine la persistencia de estas señales, el curso de la política monetaria no observará cambios relevantes.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al *staff* por el trabajo realizado y señala que desde la última Reunión de Política Monetaria, cuyo escenario macroeconómico correspondió al del último *IPoM*, se han tenido noticias importantes que es necesario ponderar adecuadamente para la decisión de política monetaria que corresponde tomar en esta ocasión. Agrega el señor Presidente que son pocas las veces que se han enfrentado a tantos cambios entre dos Reuniones de Política Monetaria, lo que ya se anticipó al señalar que las incertidumbres y riesgos en materia del entorno macroeconómico eran muy elevados. Indica el señor Presidente que en el ambiente internacional se está dando el escenario adverso que se contempló en la evaluación de riesgos. En particular, la desaceleración en los Estados Unidos de América ha sido más marcada de lo que consideraba el escenario base del Banco, la que ha sido acompañada de un agresivo recorte de tasas de la *Fed*. Menciona el señor Presidente que, consistente con este escenario más adverso, se ha observado también una reducción en torno al 6% del precio del petróleo. Por otra parte, en la economía nacional, el registro del IMACEC estuvo por debajo de lo esperado, lo que lleva provisionalmente a un crecimiento de 5,1 % para el año 2007. Sin embargo, señala el señor Presidente que este menor IMACEC es enteramente explicado por el bajo desempeño de algunas ramas industriales muy específicas y no por una desaceleración global, aunque probablemente tenga efectos sobre un menor crecimiento en el primer trimestre de este año. Con todo, le parece que aún no se tiene información suficiente para afirmar que esto corresponda a una tendencia significativa de menor crecimiento a la prevista para este año, donde se considera un primer semestre con algo de menos crecimiento que para el año en su conjunto. En todo caso, expresa que no se puede descartar el escenario de riesgo negativo, con sus consecuentes implicancias inflacionarias. Asimismo, menciona que la noticia más significativa y de mayor impacto inflacionario en este último mes, ha sido la apreciación en torno al 5% del peso. En su opinión, de persistir esta apreciación, esto debiera tener implicancias de primer orden sobre las perspectivas para la tasa de inflación. Por su parte, la caída del tipo de cambio en conjunto con el menor precio del petróleo y el mayor subsidio que entrega el Fondo del Petróleo, en su opinión, explican en parte la baja inflación registrada en enero, en comparación a la estimación original y las predicciones de mercado.

Indica el señor Presidente que, en este menor registro inflacionario, también influyó una devolución más rápida de los altos niveles de precios anotados por los alimentos perecibles. Estima que las noticias más recientes en materia inflacionaria podrían resultar en una convergencia algo más rápida al rango de tolerancia de la meta de inflación, lo que podría también afectar la trayectoria de tasas compatibles con la meta. De hecho, en la medida que la apreciación cambiaria tiene efectos sobre la dinámica inflacionaria, serían necesarios menos ajustes a los previstos hace un mes atrás para cumplir con la meta. No obstante, estima que es aún muy prematuro calificar los recientes desarrollos macroeconómicos como persistentes y, por lo tanto, habría que mantener un alto grado de cautela que mueva a cambiar el escenario base, poniendo en riesgo el cumplimiento de la meta y requiriendo, por consiguiente, de cambios más bruscos en la política monetaria.

Como consecuencia de lo anterior, señala el señor Presidente que lo que se está observado son parte de las incertidumbres y riesgos de las proyecciones del Banco, lo que en el margen consolida el escenario de convergencia gradual y sistemática hacia la meta, salvo algunos vaivenes en los próximos meses. No obstante, en su opinión es necesario monitorear cuidadosamente todos los indicadores de presiones inflacionarias, para asegurar que no haya

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 119
Política Monetaria
07.02.2008 29.-

efectos de segunda vuelta indeseados, que puedan alterar la dinámica de reducción de la inflación. Agrega que más allá de las buenas noticias puntuales en materia inflacionaria, resulta positivo observar que los indicadores de salarios muestran un incremento coherente con el escenario base, aunque habrá que seguir atentos a la evolución de los costos laborales unitarios, los que en el margen han mostrado un aumento elevado, debido en gran medida a la menor productividad del trabajo. Menciona también que de haberse materializado las perspectivas de corto plazo que se contemplaban en la Reunión de Política Monetaria del mes pasado, lo más probable es que él hubiera sido partidario de subir la Tasa de Política Monetaria en la Reunión de hoy, consistente con el sesgo manifestado en dicha ocasión. Sin embargo, le parece que las noticias han sido suficientemente significativas para hacer que la mantención de la Tasa de Política Monetaria sea la alternativa más aconsejable en esta ocasión, más aún, si el ambiente internacional y sus repercusiones sobre la economía chilena, así como otros riesgos específicos que se enfrentan a nivel doméstico, son particularmente inciertos y de signo opuesto. Señala que la volatilidad de los mercados bursátiles, así lo refleja. Con todo, cree que no se puede descartar que en los meses siguientes haya que volver a subir la Tasa de Política Monetaria, para asegurar el cumplimiento de la meta.

Por lo anterior, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25% anual. Asimismo, le parece también prematuro sacar completamente el sesgo, aunque cree que la volatilidad y los eventos que se han observado últimamente, se pueden diluir algo la fuerza con que se manifestó en la Reunión anterior.

Por lo tanto, por una unanimidad se acordó mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25%.

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

118-01-080207 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

En el ámbito externo, se ha configurado un escenario más negativo para EE.UU., generando alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. La tasa de política de EE.UU. se redujo en 125 pb. en el último mes y las tasas externas de largo plazo se han reducido. Aunque el precio del cobre se mantiene elevado y el del petróleo ha disminuido, el escenario externo relevante para la economía chilena presenta mayores riesgos adversos.

En lo interno, la actividad económica ha estado algo menos dinámica que lo previsto, por el menor crecimiento en algunos sectores específicos. Los indicadores de inversión se mantienen dinámicos, el consumo da señales de cierta desaceleración, mientras que el empleo asalariado sigue creciendo.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 119
Política Monetaria
07.02.2008 30.-

La inflación anual se mantiene significativamente por sobre el rango de tolerancia. El moderado registro inflacionario de enero se vio influido por la caída en el precio doméstico de los combustibles y una rápida normalización de los elevados precios de los perecibles. Las medidas subyacentes de inflación, incluyendo el IPCX1 (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados), no han continuado aumentando aunque se mantienen elevadas. Los salarios han evolucionado de acuerdo a lo previsto, mientras que el tipo de cambio se ha apreciado significativamente. La inflación anual del IPC continuará aumentando en los próximos meses. Las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3% anual.

El Consejo estima que aunque la trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, no se puede descartar que sea necesario ajustar nuevamente la TPM de forma de asegurar la convergencia de la inflación a la meta. De particular importancia para esto será el desarrollo del escenario internacional, la persistencia de la apreciación cambiaria reciente y la eventual propagación de los *shocks* inflacionarios del año pasado a otros precios."

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

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

MARÍA OLIVIA RECARTE HERRERA
Ministro de Hacienda (S)

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)