



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 114 celebrada el 11 de octubre de 2007

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

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

Asisten también:

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

El señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de abril de 2008, para el día 10 de ese mes.

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

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

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann señala que dentro de los puntos destacados durante el último mes se observan las medidas tomadas por los bancos centrales de economías desarrolladas y mercados financieros internacionales. Agrega que la mayor tranquilidad de los mercados ha contribuido al aumento en torno a 20 puntos base en la tasa de interés de largo plazo, lo que ha ocurrido tanto en Estados Unidos de América como en Europa. Indica que hacia delante las expectativas de tasa de política monetaria en Estados Unidos de América apuntan a un recorte adicional al esperado hace un mes, aunque la probabilidad se ha ido reduciendo en los últimos días, a propósito de indicadores de actividad así como de mercado laboral.



Hace presente el señor Lehmann que para la Zona Euro el mercado apuesta a una mantención de la tasa de política monetaria para los próximos meses. El dólar por su parte, se deprecia de manera generalizada en los mercados internacionales.

En términos de actividad señala el señor Gerente que los indicadores así como la confianza en las economías desarrolladas, continúan recogiendo los efectos de las turbulencias financieras, lo que se ha reflejado en menores proyecciones de crecimiento para estas economías, especialmente hacia el 2008. Agrega que destacan las proyecciones significativamente menores que ha entregado recientemente el Fondo Monetario Internacional y que serán discutidas la semana próxima en su Reunión anual. No obstante, las perspectivas de crecimiento en economías emergentes mantienen su dinamismo, lo que ha contribuido a mantener elevado los precios de los *commodities*, de hecho el precio del cobre aumenta cerca de 10% durante el mes, mientras que el petróleo BTI continúa en torno a US\$ 80 el barril e incluso algo por encima en los últimos dos días. Comenta el señor Lehmann que las correcciones de ambos precios son significativamente al alza para los años 2008 y 2009.

En el caso de los mercados emergentes, señala el Gerente señor Lehmann, las bolsas se han recuperado con sorprendente fuerza y los premios soberanos han caído, observándose un retorno de inversionistas a esas economías. Por otra parte, señala que en términos de crecimiento mundial, se observa a octubre que *Consensus Forecast* informa de una revisión marginal hacia arriba, que se debe a una revisión también marginal respecto a Estados Unidos de América, influenciado por la decisión más reciente de la Reserva Federal. En la Zona Euro, sin embargo, se observa una revisión hacia la baja. Comenta que posiblemente lo que resulta más relevante es prestar atención a lo que el Fondo Monetario Internacional está observando, considerando que el *Consensus Forecast* tiene cierto rezago. Agrega que en ese sentido, existe cierta concordancia en torno a 2007, el cual estaría prácticamente cerrado. Manifiesta el señor Lehmann que hacia el año 2008 se presenta una fuerte corrección hacia abajo, equivalente a tres décimas influenciado por la menor proyección de crecimiento para Estados Unidos de América; cinco décimas más menos también referida a alguna revisión tanto en Europa como en Japón, marginalmente en China, mientras el resto de Asia es algo más dinámico de lo que se preveía en septiembre, como lo indica dicha publicación.

Señala el señor Lehmann que respecto a indicadores de actividad para dar cuenta de los elementos que han estado detrás de las revisiones, se observan primero los indicadores de actividad en Estados Unidos de América en donde predominan las noticias negativas asociadas, por ejemplo, a ventas minoristas, a mercado de la vivienda en Estados Unidos de América, indicadores de construcción e indicador líder del *Conference Spot*. Comenta que, sin embargo, también ha habido algunas cifras positivas que han contribuido a un aumento más reciente de las tasas largas y a una mejor percepción en términos de cuál podría ser la evolución de la mecánica de crecimiento en esta economía. Señala que el consumo personal nominal muestra un aumento por sobre lo esperado, de igual manera que el ISM de servicios. Asimismo, en relación a la encuesta de creación de empleo conocida la semana pasada, ésta se muestra por sobre lo que se esperaba, pero principalmente presenta una revisión de la cifra de los meses anteriores.

Hace presente también el señor Lehmann que en relación a la confianza de consumidores, tal como se destacaba, sigue recogiendo efectos de las turbulencias financieras. Se observa que el *Conference Board* tiene un movimiento hacia abajo y también el Indicador de la *Universidad de Michigan*, que está recogiendo efectos de las turbulencias financieras. Indica el Gerente de Análisis Internacional que el dato marginal del consumo personal real tiene una fuerte correlación con estos dos indicadores y muestra una cifra algo mayor de lo que se anticipaba y de hecho un crecimiento por sobre lo que se había previsto.



En el caso del mercado laboral, señala que éste registra un menor dinamismo, no obstante las revisiones de los meses anteriores así como también, el dato marginal. Por su parte, la creación de empleo muestra una desaceleración y una correlación relativamente alta con el consumo, entendiéndose que se trata de una fuente importante de los ingresos. También señala que se observa una revisión hacia el alza del empleo durante el último mes y del consumo personal que, como se había señalado, está mostrando alguna recuperación. La creación de empleo por parte del sector manufacturo y de la construcción, en general mantiene la falta de dinamismo, e indica que a su parecer lo que sostiene el mercado laboral es principalmente el sector servicios, que es justamente el que muestra una recuperación hacia el último mes.

Respecto a la inflación indica el señor Gerente que ésta se ha mantenido bien contenida, apoyada por los indicadores de identidad que dan cuenta de la desaceleración. Agrega que el *PCE Core* subyacente se ha mantenido por varios meses por debajo de 2%, en torno a 1,8% más menos, 1,9% en meses anteriores. Por su parte, el IPC está dando cuenta de un ajuste hacia abajo, lo que estaría relacionado en cierto grado con un menor dinamismo de la actividad. Señala que existe una suerte de correlación entre los componentes del IPC con los indicadores de ISM, los que tienen algún grado de correlación.

El Gerente de Análisis Internacional señala que, respecto a Europa, los indicadores han sido negativos, lo que daría cuenta de una desaceleración en la actividad que es lo que han estado recogiendo las proyecciones más recientes para esa Zona para el año 2008. Indica que destacan los PMI manufacturero y de servicios, que muestran una desaceleración importante en el crecimiento. Por su parte, señala que los sentimientos económicos y las percepciones de la economía hacia delante, también muestran una desaceleración, particularmente en Alemania e igualmente en Francia, Italia y en las principales economías de la Zona Euro. Indica que en el caso de precios y servicios se observa algo similar.

En el caso de Japón, contrariamente a lo que se observa en Europa y Estados Unidos de América, predominaron las notas positivas en el margen. Indica que el consumo de hogares ha sido favorable, la producción industrial por sobre lo anticipado, y la Encuesta *Timing* que da cuenta de las percepciones de las empresas respecto a la evolución de la economía, ha sorprendido también positivamente. Señala que la Encuesta *Tankan* que es la que recoge las percepciones de las empresas, ha estado sostenidamente en valores positivos y muestra una cifra por sobre lo previsto y cierta correlación con el PIB, no obstante si se observan los últimos dos años eso se ha atenuado. Destaca el señor Lehmann que el gasto en capital ha aumentado y por tanto, se podría anticipar que hacia el tercer trimestre la inversión, que mostró una fuerte desaceleración en el último trimestre, en el segundo mostraría una recuperación. Agrega que la probabilidad de recesión en Estados Unidos de América, se ubica en torno a 30% para el primer trimestre del año 2008, manteniéndose estable los últimos dos meses. Indica que el modelo que se utiliza y que está basado en un trabajo del Economista señor *Jonathan Wright* del año 2006 muestra una caída, o sea que la probabilidad de recesión cae porque simplemente se recoge el hecho de que la Reserva Federal o la autoridad monetaria actúa reduciendo tasas lo que hace que se reduzcan las probabilidades de recesión hacia delante. Indica el Gerente señor Lehmann que lo importante en este sentido, es que la probabilidad de recesión, al menos para el primer trimestre del próximo año, se ha mantenido relativamente estable en torno a 30%.

Respecto a precios de *commodities*, señala el Gerente señor Lehmann que se observan variaciones respecto a la última Reunión de Política Monetaria, en donde destaca el fuerte aumento del cobre en torno a 10%. Por su parte, el petróleo también ha aumentado marginalmente, pero se ha mantenido por sobre lo anticipado. Asimismo, la gasolina muestra una cierta reversión debido al aumento de la capacidad de refinación en el Golfo de México y además que corresponde a la época en que el consumo de gasolina tiende a disminuir por



efectos de estacionalidad. Por otra parte, señala que el precio del trigo ha aumentado y en algún momento éste fue más significativo, pero tendió a revertirse en los últimos días. El precio del maíz por otro lado, se ha mantenido relativamente estable, marginalmente hacia la baja. La celulosa ha aumentado, el molibdeno no presenta cambios y la harina de pescado marginalmente a la baja.

Menciona el señor Lehmann, que para recoger un punto que se ha mantenido sostenidamente en esta mesa en otras Reuniones, cabe señalar que el precio nominal del petróleo BTI, indizado 2006 igual a 100 y ajustado por una canasta de monedas, utilizado para el objeto de recoger el efecto que podría haber tenido la depreciación del dólar, está construido sobre la base de los datos de importadores del *commodity*. Agrega que se tomó la canasta de los principales consumidores de petróleo y cobre respectivamente, se efectuó el ajuste y se observa que efectivamente existe un componente importante del movimiento que está asociado a la depreciación del dólar, esto exclusivamente para efectos de valoración, descontando eventuales efectos que pudiese estar produciendo en demanda. Indica que en el caso del cobre ocurre algo similar. Señala que los ponderadores mencionados son algo distintos en uno y otro caso, porque está tomado sobre la base de los principales consumidores de los respectivos *commodities*.

Respecto al aumento del precio del cobre, señala el señor Lehmann que éste está situado claramente por sobre lo que se había registrado en la Reunión pasada, y que las proyecciones están recogiendo los eventos más recientes. Sin embargo, se sigue considerando una convergencia hacia los valores que tenían en la Reunión pasada y existe una visión recogida en el modelo de que estos efectos podrían tener algún grado de transitoriedad.

Indica que en cuanto al precio del petróleo, éste ha aumentado en el caso del BTI, manteniéndose estable en torno a US\$ 80 lo que está asociado a una razón inventario-demanda, componentes fundamentales que han estado detrás de este aumento. En el caso de la gasolina, que también ha mostrado un precio que se ha mantenido relativamente alto en torno a US\$ 550 por metro cúbico, también se asocia a una razón inventarios-demanda, factores fundamentales que se han mantenido relativamente altos.

Respecto a las proyecciones, señala el Gerente señor Lehmann que se están utilizando precios futuros. Se observan los futuros para el precio del petróleo y los que existían en la Reunión de Política Monetaria de septiembre, observándose un ajuste sustancialmente importante hacia arriba en torno al 10%. En el caso de la gasolina se observa un comportamiento similar y que es una revisión importante en las proyecciones hacia delante, sobre la base tanto del petróleo como de la gasolina.

En el caso de los granos, comenta el señor Lehmann que durante el último mes se observa un aumento importante. Sin embargo, señala que durante los últimos días el precio del trigo ha tenido una fuerte reversión, una caída en torno a 15%, aproximadamente, durante la última semana, asociado fundamentalmente a información de importantes aumentos en las plantaciones de trigo en Estados Unidos de América y también a algunos factores climáticos que han favorecido o que hacen anticipar buenas cosechas hacia delante.

Señala el Gerente señor Lehmann que respecto a la Tasa de Política Monetaria existe un movimiento a la baja respecto a lo que se había anticipado hace un mes. Se observa el recorte de 50 puntos base por parte de la Reserva Federal; un movimiento en la misma dirección es uno de los perfiles de los futuros tanto en Europa como en Japón. Respecto a la probabilidad de cambio de la *Fed Funds* en la Reunión de diciembre, señala que a partir de las opciones al 13 de septiembre se observa que existía mucho más dispersión. En relación a lo que ocurrirá en la misma fecha en diciembre de 2007, ya está recogido el recorte de 50 puntos base. Señala que lo que se observa es que de todas maneras hay un porcentaje mayoritario que espera la mantención, pero si se incorporan las posibilidades de recorte de 25 ó 50 puntos base existe una probabilidad de 60% que el mercado apunta a una reducción de tasa ya sea de



25 o de 50 puntos base y un 40% que estima que este recorte no se produciría. Indica el señor Lehmann que lo anterior ha cambiado bastante las últimas semanas, ya que el mercado en su gran mayoría estimaba un recorte al menos de 25 puntos base a diciembre.

Menciona el Gerente de Análisis Internacional que las tasas largas tendieron a aumentar y que el último aumento está asociado al informe del mercado laboral, lo que se ha manifestado tanto en la tasa nominal como en la tasa real y de hecho a partir de la compensación de cinco en cinco, las expectativas inflacionarias se han mantenido relativamente estables e incluso hacia la baja a partir de hechos de los informes respecto a *PCE Core* por ejemplo, los que han estado dando cuenta que la inflación está relativamente controlada. Indica el señor Gerente que en Europa se observa un aumento en la medida que se comenzó a observar mayor tranquilidad en los mercados de la tasa larga y en Japón también el incremento ha sido más pronunciado, como resultado de las buenas noticias de actividad y *Tankan* de esa economía.

Respecto de la liquidez en los mercados monetarios, señala el Gerente señor Lehmann que ésta tendería a normalizarse gradualmente. En el gráfico que exhibe se observa que se mantiene el alto *spread* entre *Libor* y TPM pero de acuerdo a los futuros esto debiera tender a reducirse gradualmente y se estaría prácticamente eliminando ese premio asociado a *Libor* versus *Fend Funds* a mediados de 2008, lo que se registra tanto en Estados Unidos de América como en Europa.

Comenta el Gerente de Análisis Internacional que en relación a las paridades, se observa que el dólar continúa perdiendo terreno frente a las principales monedas. Indica que el Yen japonés, la Libra, el Euro, dan cuenta de la depreciación que ha estado mostrando la referida moneda. Lo anterior se ha extendido incluso más marcadamente a las monedas de economías emergentes y exportadoras de *commodities*, con especial fuerza en la apreciación que ha mostrado el dólar neozelandés, el dólar australiano, el real brasileño, el peso colombiano, y otras.

En el caso de las bolsas, señala el Gerente señor Lehmann, éstas han estado aumentando con sorprendente fuerza. Indica que en el caso de mercados emergentes este fenómeno ha sido aún más marcado y de hecho se está por sobre los niveles previos a las turbulencias financieras y crisis *subprime*. De igual manera, en el caso de las economías desarrolladas alcanzó también niveles algo mayores que los que se observaban el 19 de julio pasado.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si en el gráfico que da cuenta de la elaboración de varios *commodities* se incorpora la caída del precio del trigo. El Gerente señor Lehmann señala que se agrega parcialmente esa información, ya que se elaboró hace un par de días y durante ese período el precio del trigo ha continuado cayendo a diferencia de lo que sucedía algunos días atrás en que había tenido un alza de entre 10% a 15%, lo que se revirtió posteriormente.

El Consejero señor Manuel Marfán sobre el mismo tema recuerda que en el caso de Chile, la cosecha del trigo se inicia durante diciembre, pero el grueso es en enero y febrero. Agrega que en esos meses se fija un precio interno que poco depende del precio internacional, sino que de la oferta y demanda local. En consecuencia, indica que poco tiene que ver con el precio internacional, ya que éste se va haciendo más relevante en la medida que va avanzando el año calendario.



El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que tiene la duda de cómo el precio futuro puede tener una caída tan grande si no existe arbitraje. El Gerente señor Lehmann señala que la cosecha corresponde al hemisferio norte y se trata de un tema técnico que lo han conversado en otras oportunidades y que habría que buscar un mecanismo para desestacionalizar esos indicadores.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que le llama la atención lo acontecido con el maíz, ya que en el gráfico que se exhibe aparecen cayendo los inventarios. Agrega que hace algunas semanas un artículo *New York Times* señalaba que los subsidios a la producción de maíz en Estados Unidos de América habían generado un aumento de la producción tan grande que ya no había donde guardar maíz y que se estaba produciendo una especie de crisis. Indica que esto no lo observa en el gráfico referido, en la proyección de precios ni en la evolución de inventarios.

El Gerente señor Lehmann señala que esas noticias se reflejaron en la caída que ha comentado y es probable que este dato de inventario todavía no recoja lo más reciente porque están tomados con cierto rezago, pero justamente la información de cosechas de maíz en el hemisferio norte constituyen el origen de esta caída.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que quiere referirse al tema de los aumentos observados para el cobre y los metales en general, y consulta si se tiene algún diagnóstico más preciso respecto de la fortaleza que han estado mostrando los precios de los metales o si en particular se trata sólo de factores comerciales o de información que viene de los mercados financieros.

El señor Lehmann señala que existen tres noticias importantes en el último mes. La primera de ellas fue la sorpresa para los mercados del cobre que están asociados a la demanda de China, que se esperaba se iba a desacelerar en cierto grado lo que no ocurrió y se mantuvo en niveles relativamente altos. El segundo factor, que es de carácter transitorio, es que se mantuvieron las incertidumbres relativas a la producción derivada de algunas huelgas en yacimientos mineros peruanos importantes. En tercer lugar, está asociado a la depreciación del dólar que tal como se mostraba en el gráfico, y que ha tenido algún impacto en la evolución. Y el cuarto factor está asociado con la tranquilidad de los mercados, que se refiere a la incertidumbre, la sensación de crisis o de riesgo en los mercados internacionales, lo que ha permitido recuperar en cierto grado la demanda por *commodities* particularmente de fondos de inversión que efectivamente han estado recuperando posiciones en estos mercados.

El Presidente señor Vittorio Corbo, sobre el mismo tema, señala que pareciera que los mercados tienen un escenario bastante benigno con respecto al impacto de los países emergentes y de lo que está pasando en los países industriales. Agrega que ese escenario ha significado que las bolsas y los precios de los *commodities* suban y las primas por riesgo bajen.

El Gerente señor Lehmann señala que, respecto a proyecciones, toda esta información lleva a revisarlas hacia el alza. En el caso del cobre existe un aumento de casi 15 centavos para este año y para el próximo algo menor, producto de la trayectoria que se está suponiendo. Por su parte, en el caso del petróleo existe un aumento importante al alza, particularmente hacia el 2008, que estamos proyectando hoy sobre la base de futuros del orden de casi 10% más, lo mismo que para el 2009 que también se ve más alto. Y por otro lado, el trigo y maíz también a niveles algo mayores.

4



En cuanto a los futuros de *Libor* el Consejero señor Manuel Marfán señala que entiende que el grueso de los problemas de liquidez en el mercado financiero de Estados Unidos de América son a tres meses plazo y por lo tanto para un banco es fácil endeudarse *overnight*, también endeudarse a un año plazo pero resulta complicado endeudarse a tres meses sin pagar un premio alto ya que no es una condición habitual.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que existe otra consideración que hay que tener en cuenta y es que en el universo de bancos en Estados Unidos de América que concurre a la determinación de una tasa y otra son diferentes. Agrega que en este aspecto, el mercado de fondos federales es un mercado protegido por la Reserva Federal en donde concurren los principales bancos norteamericanos. En cambio el mercado *Libor* es un mercado abierto al que concurren distintos bancos unos con más o con menos protección, por lo tanto el nivel de riesgo es completamente distinto.

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

El Gerente señor Magendzo señala que los antecedentes conocidos en el último mes dan cuenta de un panorama en que la actividad volvió a crecer a una tasa inferior a 5% anual en el mes de agosto, concretándose uno de los riesgos que se previó en el *IPoM* del mes de septiembre último. Señala que de esta forma, el crecimiento de la actividad en el tercer trimestre habría sido menor que el proyectado en esa ocasión, situación que parece ir más allá del desempeño de algunos sectores específicos y cuya persistencia es aún incierta. Agrega que la inflación, por su parte, volvió a mostrar un registro elevado en el mes de septiembre, y se prevé que en los próximos meses se ubicará por sobre lo proyectado en el último *IPoM*.

Por otra parte, señala el señor Magendzo, que en los mercados financieros nacionales la mayor novedad del mes ha sido la apreciación del peso, en gran medida siguiendo la depreciación del dólar en los mercados internacionales. Agrega que en comparación con la reunión anterior, el peso se ha apreciado 2,4% respecto del dólar estadounidense, valor que disminuye a 1% cuando se considera una canasta de monedas, y a 0,4% cuando se excluye el dólar de esa canasta, TCMX. A su vez, el Tipo de Cambio Real, TCR, ha disminuido más que la medida nominal multilateral, producto de las altas inflaciones internas de los últimos meses, que superan los incrementos en la inflación externa relevante. Así, en el mes de septiembre se estima que el Tipo de Cambio Real se ubicó en 91,6, 94,5 y 93,3 en julio y agosto, respectivamente, y que en los últimos cinco días hábiles promedió cerca de 90.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que el resto de las variables del mercado financiero nacional no tuvieron grandes cambios. Por su parte, las expectativas de la Tasa de Política Monetaria que se deducen de la curva *forward* se mantuvieron relativamente estables, e incluso algo a la baja hasta la publicación del IPC del mes de septiembre pasado, momento en el que esta curva se desplazó levemente hacia arriba, especialmente, en el corto plazo. Con todo, estas perspectivas apuntan a que se produciría un nuevo incremento de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base este año y un aumento adicional de igual magnitud el año 2008. Otros indicadores de expectativas, como las tasas *swap* y las encuestas a operadores de mesas de dinero apuntan en una dirección similar, con algunas diferencias sobre la oportunidad del ajuste y con una parte del mercado que prevé que el aumento se dará en la reunión de este mes. Agrega que la Encuesta de Expectativas Económicas del mes de octubre, muestra que los analistas esperan solo un incremento más de la Tasa de Política Monetaria hasta 6% en los siguientes dos meses, manteniéndose en ese nivel hasta fines del



horizonte habitual de proyección. Por otro lado, el crecimiento anual de los agregados monetarios y crediticios sigue en niveles altos, destacando el aumento de las colocaciones a empresas, a la vez que las emisiones de acciones al tercer trimestre totalizan montos similares a los de todo el año 2006. Señala que en todo caso, en el mes de septiembre continuó observándose un aumento del *spread* de bonos corporativos y de las tasas de interés en dólares, ambos fenómenos relacionados tanto con factores locales como con la menor liquidez internacional.

Hace presente también, que los indicadores del mes de agosto siguieron dando cuenta que la actividad muestra un dinamismo menor que el considerado en el escenario base, principalmente, por el débil desempeño de los sectores ligados a recursos naturales —minería, pesca y electricidad, gas y agua—, materializando el riesgo a la baja que se contempló en el *IPoM* del mes de septiembre. Agrega que el *Imacec* de agosto aumentó 4,5% anual, 4,7% considerando la composición de los días calendario, valor por debajo tanto de la proyección del mes pasado como de lo esperado por la mayoría del sector privado. Con esto, el crecimiento proyectado para el tercer trimestre y, por ende, para la segunda mitad del año 2007, sería inferior a lo que se verificó en el primer semestre, llevando a que el incremento anual del PIB se ubique incluso algo por debajo del rango de 5,75%-6,25%, que se proyectó en el mes de septiembre.

Por otra parte, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que en el mes de agosto los indicadores de consumo privado tuvieron, al igual que en el mes de julio, tasas de crecimiento anual inferiores a las del segundo trimestre del año, especialmente en lo que se refiere al consumo durable. Con ello el consumo privado, si bien continúa dinámico, presenta en el tercer trimestre un crecimiento algo menor que en la primera parte del año, fenómeno cuya persistencia es difícil de evaluar con la información disponible. Agrega que si bien las perspectivas para lo que resta del año no se modifican sustancialmente, puesto que las importaciones de bienes de consumo siguen en niveles altos, la tasa de desempleo es aún baja y las colocaciones siguen creciendo a tasas elevadas. Indica que la persistente debilidad de los indicadores de expectativas y el efecto de los aumentos del IPC en el ingreso disponible, implican un riesgo a la baja. Por el lado de la inversión, la nueva información solo incluye las importaciones de bienes de capital de septiembre, a partir de lo cual, se sigue previendo un panorama sin mayores novedades.

Señala el señor Magendzo, que la actividad de los sectores de servicios — comercio, transporte y comunicaciones— mantiene el dinamismo de los meses previos y no muestra grandes cambios en sus perspectivas. En contraste, la actividad industrial muestra tasas de crecimiento anual que se han desacelerado en el curso del año, aunque con heterogeneidad entre sectores y destacando que las ramas que más desaceleran su crecimiento en el mes de agosto, son aquéllas agrupadas en no transables, mientras las transables y de oferta, son aquéllas mayormente afectadas por el episodio de cambio en el origen del consumo habitual, desde nacional a importado, que se detectó el año 2006 y que siguen creciendo a tasas superiores a las del año pasado. Menciona que más allá de lo anterior, gran parte del menor crecimiento de la actividad en el mes de agosto se debió al desempeño de EGA y, respecto de las proyecciones, al débil desempeño de la minería, el que estuvo asociado a mantenciones no anticipadas y a la extracción de mineral de menor ley. Lo anterior, se contrapone con las expectativas de un mayor crecimiento para el tercer trimestre, dada la menor base de comparación del año 2006, ocasionado por los derrumbes y huelgas que afectaron a ese sector. También destaca en el sector minero la caída en el crecimiento del volumen de las exportaciones de cobre, que probablemente llevará a un bajo incremento de los envíos al exterior en el segundo semestre y tendrá como contrapartida, un aumento de las existencias.



Por el lado de la política fiscal, se destacó la entrega de los principales parámetros que tendrá el presupuesto fiscal del año 2008 para el próximo año. Menciona que en lo principal, el gasto fiscal crecerá a una tasa de 8,9% real anual, valor similar al que se consideró como más probable en el escenario base del *IPoM* del mes de septiembre, terminando ese año con un balance global de 4,8% del PIB.

Asimismo, comenta el señor Magendzo que los datos del mercado laboral de agosto mostraron un nuevo incremento de la tasa de desempleo que, eliminada estacionalidad, avanzó a 6,9%, más 0,4 punto porcentual respecto del mes previo, con lo cual se acumuló un aumento del orden de 0,6 punto porcentual en los últimos dos meses, aunque sigue algo por debajo de varias estimaciones para su valor, coherente con la estabilidad de precios. Por su lado, el empleo total siguió creciendo a tasas anuales del orden de 3%, aunque con una velocidad de expansión cercana a cero. Señala que el empleo asalariado mantuvo una tasa de crecimiento cercana a 5% anual y el empleo por cuenta propia, luego de tres meses de variaciones levemente positivas, registró una caída de 0,7% anual. La fuerza de trabajo, a su vez, anotó la mayor variación desde fines del año 2005, 1,8% anual, con un leve incremento mensual, luego de tres meses de descensos. Por otra parte, los datos de la Asociación Chilena de Seguridad muestran que el empleo sigue creciendo a tasas anuales elevadas, 7,9% en agosto, aunque con un leve descenso respecto del crecimiento registrado el mes previo.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en el mes de agosto los salarios nominales crecieron a tasas anuales similares a las del mes anterior, interrumpiendo el aumento en su tasa de crecimiento de los meses previos, aunque con incrementos relevantes en sus velocidades de expansión. Agrega que el IREM creció 8% anual, 8,1% en julio y el costo de la mano de obra tuvo un incremento anual de 5,7%, igual que en el mes de julio. Menciona también que en términos reales, ambos indicadores registraron reducciones en sus tasas de variación, alcanzando el CMO y el IREM tasas de 1% y 3,2% anual, respectivamente. Por su parte, el IREMX y el CMOX registraron leves descensos en sus tasas de variación anual, ubicándose en 7,5% y 5,8%, respectivamente. Por el contrario, los salarios medidos por la Asociación Chilena de Seguridad tuvieron un incremento en su tasa de variación anual, pasando desde 4,9% en el mes de julio a 5,6% en agosto, lo mismo que el IREM ponderado por CMO que creció 5,3% anual, 5,1% el mes previo. Asimismo, señala que el crecimiento anual de los CLU tuvo un importante aumento a la vez que sus velocidades de expansión continuaron con la tendencia al alza de los últimos meses. Agrega, que la información adicional de costos laborales no es aún suficiente para precisar con exactitud cuánto del aumento de los salarios responde a la indización esperable dado los niveles que ha alcanzado la inflación en lo más reciente y, cuánto de ello pudiera responder a un traspaso mayor que lo habitual de este mismo fenómeno. Los últimos registros de los CLU, aunque siempre dentro de rangos coherentes con la meta de inflación, estarían creciendo algo más que la indexación habitual, lo que pone una nota de cautela respecto de la posible materialización de presiones salariales.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que en el mes de septiembre, nuevamente se registró una elevada variación del IPC en la que destacó el incremento en el precio de los alimentos. Menciona que el aumento mensual del IPC fue de 1,1%, 5,8% anual, mientras el IPCX e IPCX1 registraron aumentos de 1%, 5,0% anual y 0,9%, 5,8% anual, respectivamente. Agrega que las velocidades de expansión de los tres indicadores también registraron incrementos relevantes, ubicándose por sobre 8% en el caso del IPC y del IPCX1 y cercana a ese valor para el IPCX.



Asimismo, el señor Magendzo señala que las medidas de tendencia inflacionaria continuaron aumentando. Por su parte, tanto el IPC que excluye los precios de la energía y los alimentos como el IPCX1, sin alimentos, registraron aumentos en sus tasas de variación anual. El primero, se ubicó levemente sobre 2% y el segundo, algo por sobre 3%, valor no alcanzado desde el año 2002. Menciona también, que el aumento anual del IPC de bienes fue mayor al del IPC de servicios, excluidos tanto los precios de los ítems más volátiles como de los precios regulados, ampliando una brecha entre ambos de signo contrario a la que se observó a comienzos del año, cuando el IPC de servicios crecía más que el de bienes. Comenta, que al igual que entonces, considerando la mayor persistencia de la inflación de servicios, es esperable que la de los bienes retroceda, lo que es coherente con el descenso proyectado de la inflación total.

Menciona también el señor Magendzo que las expectativas de inflación de corto plazo del sector privado también apuntan a que a fines de año la inflación IPC sería considerablemente mayor que lo previsto el mes pasado, mientras se mantiene cerca de 3% para el horizonte de política monetaria. Menciona que según la Encuesta de Expectativas Económicas del mes de octubre, la inflación se ubicaría en 6,3% anual a diciembre, 4,8% y 5,7% en agosto y septiembre, respectivamente. Indica que a un plazo mayor, se sigue considerando que los *shocks* actuales son en gran parte transitorios. Por otra parte, a un año plazo, la encuesta a los operadores de mesas de dinero prevé una inflación de 3,55%, 3,7% en septiembre, proyección que a dos años se ubica en 3,25%, 3,2% en septiembre.

Hace presente el señor Magendzo, que las medidas indirectas de expectativas de inflación que se derivan de los precios de los activos financieros presentan movimientos mixtos, pero también son coherentes con un escenario de inflación transitoriamente elevada. Señala que la compensación inflacionaria de 1 en 0 se ubica cerca de 4%, mientras la de 1 en 1 disminuyó, contemplando una inflación de 3,13% y 3,30% en septiembre, lo mismo que la de 3 en 2 que se ubica en 3,46%, 3,64% en septiembre y la de 5 en 5, por su parte, se mantiene en torno a 3,2%.

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

En relación al tipo de cambio real el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón señala que quisiera informar en términos generales sobre las razones fundamentales de los movimientos o transacciones que se han producido desde la última Reunión de Política Monetaria. Señala el señor Gerente que se ha observado que la posición neta de inversionistas extranjeros, que hace unos meses era fuertemente compradora en dólares se ha ido deshaciendo, y esto por contratos que no se renovaron y también por nuevos contratos de venta de dólares. Supone que ello puede deberse a que se estén deshaciendo operaciones de un *carry-trade* o simplemente que se esté apostando a la apreciación del peso. Agrega que se estima que esta disminución es de unos cuatro mil quinientos millones de dólares en un mes y medio, aproximadamente. Además, comenta que paralelamente a esa situación, en las semanas anteriores, las AFP habían estado comprando, incluso en el *forward*; probablemente apostando a que el tipo de cambio se mantenía entre quinientos y quinientos cinco pesos y, por lo tanto, la semana pasada cerraron esta posición vendiendo dólares a futuro, lo que estima particularmente importante. Por otra parte, señala que el día lunes en Estados Unidos de América que era un día inhábil hubo fuertes transacciones en el mercado local, producto de transacciones de institucionales. Asimismo, señala que se ha podido observar de manera permanente en el último mes, la existencia de una venta de dólares producto de una o más adquisiciones bancarias, lo que está considerado en las expectativas del mercado.



El Consejero señor Jorge Desormeaux señala en cuanto a la caída del tipo de cambio real, que se trata de una baja importante, en parte porque se aprecian las paridades respecto al dólar, y que por otro lado, en el caso del tipo de cambio real, se manifiesta en el aumento de la inflación. Agrega, que ese aumento no es realmente una pérdida de competitividad porque están subiendo fundamentalmente los alimentos. Indica que éstos no son costos para la gran mayoría de los empresarios, pero tal como el Banco mide este indicador con todas las limitaciones que tiene, aparece como una pérdida de competitividad, aunque estrictamente no lo es y sí lo podría ser si estos aumentos de precios el día de mañana se trasladan a los salarios.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que el Banco debiera decir algo sobre este tema. Por ejemplo, mencionar que el nivel del tipo de cambio es normal y adecuado. Agrega que tiene la idea que el mercado está tratando de entender qué es lo que está sucediendo de manera de concluir si este fenómeno continúa o se termina. Al respecto, señala el señor Consejero que habría que tener algunas interpretaciones para lo que sucede. Le parece que lo único fundamental que está ocurriendo es la depreciación del dólar en los mercados internacionales y por lo tanto, lo que habría que explicar es por qué Chile se mueve más o menos rápido o con mayor o menor sincronización, respecto a lo que está sucediendo en otros países a modo de referencia. Por ejemplo, cree que aparentemente Chile tendría algún grado de conexión con el mercado cambiario brasilero, ya que en una oportunidad cuando hubo una gran depreciación en Chile coincidió también con el momento en que en Brasil estaban con sus premios soberanos al máximo y con tasas de interés muy altas. Agrega que de lo anterior podría hacer algún racionamiento en el sentido que si las monedas están correlacionadas, el real y el peso, y la tasa de interés real en Chile está más baja que en Brasil, resulta rentable cubrirse de riesgo real-dólar, cubriéndose a través del mercado chileno con un riesgo real-peso y no un riesgo real-dólar. En su opinión, cree que mientras exista esa correlación no ve inconveniente, pero si esa correlación se rompe entonces se deshace esa posición. También si se está comprando en pesos y lo que ocurrió fue que el real se apreció y el peso se depreció, se encuentra sobrecomprado en pesos y por lo tanto, estima que al peso algo le pasará. Entonces, lo que se hace es cubrirse efectuando una operación espejo, que consiste en empezar a vender *forward* en vez de comprar y ello se corrige finalmente cuando se vuelven a correlacionar.

Comenta el Consejero señor Marfán que este efecto le parece bastante perverso, porque es similar a lo que le pasó a los brasileños con la deuda rusa, esto es si el *long-term* capital se cubría del riesgo ruso comprando bonos brasileros. Finalmente, lo que ocurrió fue que el riesgo ruso y el riesgo brasilero soberano quedaron correlacionados. En su opinión, en la situación de Chile el sólo hecho de usar ese tipo de arbitraje tiende a aumentar aún más la correlación y por lo tanto, los grados de libertad que se tienen se empiezan a reducir, dependiendo de lo que pase en Brasil que para este último son operaciones relativamente pequeñas dado el tamaño de esa economía y para Chile pueden ser operaciones relativamente elevadas atendido al tamaño de nuestra economía. Asimismo, comenta que en la situación de Chile puede haber elementos de especulación financiera, de miradas muy de corto plazo, que tienden a generar efectos que pueden ser muy contraproducentes y provocar esos movimientos desincronizados. En su opinión, este fenómeno debiera analizarse a fin de determinar qué es lo que en realidad estaría sucediendo.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que el tema que se debate es un fenómeno internacional masivo de colapso de algunas monedas y que de las cifras que se han entregado, en cualquiera de las dimensiones se podría decir que al menos la mitad es el dólar de Estados Unidos de América y su magnitud es significativa.



El Consejero señor Manuel Marfán cree que lo fundamental es la depreciación del dólar, que su comentario es en ese sentido, y el punto que hay que explicar es todo lo que es externo a ese fenómeno, ya que no quisiera que su argumento se tomara para concluir que el problema no es la depreciación de la moneda americana.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, sobre el *carry-trade*, sus efectos y también la situación actual, señala que existen muchas historias y probablemente está sucediendo algo importante en esa materia. Agrega que el signo con que opera esto y su impacto en el tipo de cambio no es necesariamente desestabilizador. También puede ser lo contrario, ya que depende de las circunstancias. Agrega, que de hecho en las situaciones que se presentaron en agosto y septiembre, el *carry-trade* ayudó a tener una moneda más estable respecto de otros, porque en ese momento por el mayor riesgo y la menor probabilidad de una apreciación se deshicieron operaciones de *carry-trade* y Chile no depreció como otros mercados manteniéndose bastante estables durante todo ese período. Indica que en lo más reciente es posible que exista un efecto de *carry-trade*, pero cree que cuando se observa si hay algo más que la depreciación general del dólar no resulta claro que ello exista. Agrega que si se compara con la situación de Brasil, en este último mes el Real brasileño se apreció un 6% y Chile tenía un 3% y 4% en el último mes, y si se analizan otros países como Canadá, Nueva Zelanda y Australia, aunque algunos han tenido movimientos grandes, actualmente todos cayeron.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala que tiene dos observaciones que efectuar. Una de ellas es más de tipo comunicacional y consiste en que aparentemente se ha establecido en el discurso público que el nivel del tipo de cambio de \$ 560 - \$ 580 reflejaría un tipo de cambio normal. En segundo lugar, un tema que es de más corto plazo y por lo tanto hay que hacer una distinción entre lo que es tomar posiciones de cobertura producto de que uno anticipa que la relación entre el Real y el Peso sea alta que es un fenómeno que siempre va a estar allí, al fenómeno *carry-trade* que resulta muy atractivo en el período en el cual la diferencia de tasas es alta, pero se torna bastante menos atractivo producto que estas relaciones son más volátiles en los períodos actuales, cuando los diferenciales entre el Real y el Peso han disminuido bastante respecto a los últimos años. En su opinión, existe hoy en día más bien un fenómeno de cobertura y posiciones estructurales en una moneda que se cubre con otras, y otra forma quizás es el fenómeno de *carry-trade* que está ocurriendo ahora entre las monedas emergentes y el dólar.

El Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel efectúa un comentario respecto a los fundamentales, que dice relación con una pequeña nota de la presentación de los destacados en el Informe que ha entregado el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Igal Magendzo, donde se señala que el tipo de cambio que aparece en la parte inferior del rango de cálculos de equilibrio es basado en fundamentales. Agrega, que ese cálculo se refiere al largo plazo y que no fue alterado en el último mes.

El Ministro señor Andrés Velasco señala que hay que tener cuidado con este tipo de comentarios, porque eso resulta cierto para el cobre, pero el petróleo se movió en dirección opuesta. En consecuencia, cuando se hace el neto y se define el largo plazo como algo suficientemente extenso de modo que la última observación de las cifras no importa demasiado, cuantitativamente quién sabe cuán relevante sería.

4



El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en su opinión gran parte de este fenómeno dice relación con la fuerte depreciación del dólar en los mercados internacionales; el cambio de percepción con respecto a la economía americana que es la gran noticia de los últimos dos o tres meses. Estima que lo importante y que no puede explicarse es por qué el peso chileno se demoraba tanto en apreciarse, porque Chile tenía todos los fundamentales en otra dirección y términos de intercambio tremendamente favorables. Agrega que si se observa desde comienzos de año donde incluso hasta el cierre de ayer, el peso chileno es una de las monedas que menos se ha apreciado en relación a otros países y ya no se efectúan grandes intervenciones en el tipo de cambio, porque no resultan efectivas. En resumen, señala que sigue pensando que esto es básicamente un gran colapso del dólar y en Chile se ha evitado una depreciación mucho mayor por la política fiscal.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que todos están de acuerdo en que el tema fundamental es Estados Unidos de América y que las órdenes de magnitud de lo que está sucediendo también es un hecho objetivo. Por lo tanto, lo que él está diciendo es que este fenómeno se encuentra dentro de las condiciones estadísticas y fundamentales habituales y lo que efectivamente se tiene que analizar es la situación de Chile respecto de otros países.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que este tema corresponde que se siga investigando.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que quiere comentar acerca de la causa de la apreciación y su implicancia, en el sentido que sea básicamente el dólar americano y no el peso lo que deja relativamente tranquilo respecto que no se trata de un desequilibrio interno.

El Ministro señor Andrés Velasco señala que una cosa es respecto a las causas, otra respecto a las consecuencias y una distinta es respecto a las comunicaciones. Agrega que respecto a las causas, más que ser analítico sería conveniente aclarar algo sobre las noticias que escuchó en un reportaje en televisión en que aparecía un gráfico en que con gran alarma se decía que la tasa de interés en Chile se encontraba más alta que en Estados Unidos de América y que de ese comentario se desprendían una serie de conclusiones alarmistas. Comenta que Chile ha vivido con tasas más altas que Estados Unidos de América probablemente desde la Colonia, con la breve excepción de unos pocos meses en que existió la misma tasa; y si se suma a eso el riesgo-país cualquiera sean las mediciones, se produce cierto ruido. Por consiguiente, este fenómeno de un desalineamiento que parece explicarlo todo no resulta tremendamente anómalo y es conveniente hacer una labor de comunicación para transmitir lo que realmente sucede.

Respecto a las consecuencias, no sabe quién tiene la razón, pero cualquiera sea, existe un elemento complicado, porque si efectivamente todo *pricing* es en dólares, el efecto desinflacionario es menor, pero resulta que el tipo de cambio real está mal calculado. La apreciación real es más alta y por lo tanto, el potencial problema de competitividad es más grande. Por otro lado, señala que si la verdad es la inversa, entonces el problema de competitividad es menor, pero el efecto desinflacionario resulta mayor y es realmente una implicancia para las decisiones de política monetaria y otras. En consecuencia, cree que existen elementos que sopesar bastante distintos y cualquiera que estos sean tienen un lado negativo y uno positivo, pero podría haber una situación en la que no sólo sea el dólar.

4



El tercer aspecto que tiene que ver con las comunicaciones, indica que por la naturaleza de su cargo le corresponde exponer permanentemente sobre estos temas y cuando se explican las causas, hay que decirlo con cuidado porque el grado de complacencia puede ser demasiado alto.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que está completamente de acuerdo con esa apreciación y que hay que tener cuidado y mostrar preocupación sobre el tema, porque tal como él lo ha manifestado, en el resto del mundo también se está analizando.

El Gerente señor Pablo García señala que hay que incluir en la parte comunicacional que se efectúe justamente lo que ha señalado el señor Ministro, en el sentido que la depreciación del dólar responde a que ha existido una situación financiera complicada que produce un efecto bastante agresivo y cree que ese mensaje es necesario transmitirlo, de manera de poder entender de dónde se origina este fenómeno global de depreciación del dólar.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que le parecen correctos esos comentarios, pero cree que debe tenerse cuidado con sobreenfatizar el movimiento de política monetaria.

El señor Ministro señala que el comentario del señor Pablo García admite la pregunta de por qué en esta crisis a diferencia de las previas el dólar no ha sido un refugio. Le parece al señor Ministro que existen dos respuestas para eso y una de ellas es la que entregó el Gerente señor García, pero la segunda, que en realidad es previa, es que esto se origina en la zona financiera y parcialmente se propagaron en los mercados emergentes. Entonces, cree que se trata de un fenómeno distinto a los ocurridos en otras ocasiones.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que adhiere plenamente al comentario efectuado por el señor Ministro, respecto de los efectos comunicacionales y en la forma cómo se entrega la información. En consecuencia, indica que decir que todo está normal y que no hay que alarmarse tiene un tono de falta de preocupación por el problema, que a él no lo interpreta. Si se informa simultáneamente que el precio del cobre subió y por eso el peso se aprecia, pero anteriormente cuando el precio del cobre subió nada se dijo, entonces cree que existe una inconsistencia que se está tratando de justificar. También podría decirse que el aumento del precio de la gasolina y del petróleo no sería inflacionario por las mismas razones. Agrega que se podría decir que esos son fenómenos que generan mayor riesgo sobre la inflación. Por consiguiente, se tiene que ser cuidadoso en la consistencia de los argumentos, ya que no se puede tener un estándar respecto de la inflación y ser complaciente respecto de los temas del tipo de cambio. Piensa que equilibrar ambas cosas resulta lo correcto, especialmente cuando existen fenómenos que no son fáciles de explicar al mercado.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que existe un puzzle en relación a la Tasa Libo *off-shore* de *spread*, ya que cada vez que ésta aumenta se ha producido simultáneamente una fuerte apreciación del dólar, contrario a lo que constituye una política de tasas. Lo que podría obedecer a un tema puramente mecánico o una coincidencia.

49



El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic señala que constituye un dato relevante de la fijación de la tasa *off-shore*, las salidas de las AFP o que también podría deberse a otro asunto de carácter internacional. Agrega, que su Gerencia ha estado chequeando los *spreads* de las tasas en dólares *off shore* comparándolos con la Libor en México y en Brasil; y en los datos más recientes que son de octubre de este año, no se aprecian incrementos en los *spreads* de estos países en todo este tiempo, lo cual tiende a ratificar la impresión que este fenómeno, por las conversaciones que ha tenido con Gerentes de Finanzas, estaría relacionado con las salidas de las AFP.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que quiere efectuar brevemente un comentario en cuanto a que el fenómeno de la apreciación del peso no es efectivo sino que es solamente caída del dólar la que se está reflejando, entonces su comentario no resulta válido, pero sí hay algo de apreciación real efectiva. Agrega que tiene la impresión que los efectos macro de la apreciación sobre la demanda agregada es una curva *Yield* y que inicialmente tiene efectos expansivos en la apreciación en el corto plazo, considerando que el sector privado que es un importador neto y el principal exportador del país es el Estado, el ingreso que se genera da un efecto positivo. Indica el señor Consejero que si así fuera, tal vez podrían revertirse parte de los efectos de demanda agregada que se están viendo de aquí hacia adelante, ya que ésta aparece expandiéndose, pero en realidad es un efecto de acumulación de inventario de un sector exportador, no es un fenómeno doméstico. En lo doméstico, lo que resalta es la caída en la proyección del consumo privado que baja en un punto respecto de lo proyectado en el *IPoM* para el tercer trimestre y medio punto para el cuarto trimestre, que es algo que a lo mejor se podría eventualmente revertir.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que en relación al aumento del precio de la fruta y de la verdura a febrero, el cual no es despreciable, le llama la atención porque esa situación no se podría asociar a ningún fenómeno climático, ya que no se esperaría que se refleje en un aumento del costo salarial. El Gerente señor Magendzo señala que se trata solamente de una proyección nuestra, ya que la antigua volvía a precios muy bajos similares a los del año 2002.

Consulta el Consejero señor Jorge Desormeaux, con respecto a proyecciones de inflación, qué tan alejadas están éstas de las proyecciones del IPC mensual del mercado y hasta qué punto se podría tener sorpresas. El Gerente señor Magendzo responde que si se miran los seguros de inflación de aquí a diciembre se tiene una diferencia de 7 décimas. Por su parte, el Gerente señor Beltrán De Ramón señala que en los últimos días se ha visto un aumento de la proyección de noviembre que estaba en 0,2% y ahora está en 0,48%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que antes de las expectativas de mercado, se debería dilucidar cuáles son los impactos de segunda vuelta de los *shocks* que se han observado hasta ahora porque eso claramente debería estar considerado en las opciones de política. Consulta si sería posible construir un indicador de lo que estamos proyectando para tener un *benchmark* y poder decir si los efectos de segunda vuelta están siendo mayores, inferiores o iguales a lo que anticipábamos. Cree que eso podría ser posible.

El Gerente señor Igal Magendzo señala que en este momento no podría dar una respuesta definitiva, pero le parece difícil identificar en que consiste un efecto de segunda vuelta, pero le parece que las medias podadas darían una indicación de lo que está pasando con la inflación más de tendencia, más allá de los *shocks* a precios específicos que se están observando.



En cuanto a las expectativas de mercado, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo comenta que para esta ocasión, la mayoría del mercado espera una mantención de la Tasa de Política Monetaria y en el caso de los operadores de las mesa de dinero un 80% espera una mantención de la tasa versus un 20% que apuesta a un incremento. Las otras encuestas como la de expectativas, un 70% espera la mantención y un 30% el alza, y en el caso de *Bloomberg* y *Reuters* los porcentajes son similares.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consulta si en relación a las cifras del bajo desempeño de la minería resulta posible efectuar una descomposición de ellas, entre Codelco y el resto de la minería, en cuanto a qué porcentaje de esta caída corresponde a uno y otro.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que el desempeño de la minería ha sido bastante bajo, asociado a mantenciones no esperadas y a la extracción de mineral de menor ley, y ello se observa en Codelco y también en las otras empresas privadas, a excepción de Escondida que ha seguido operando a máxima capacidad, aumentando sus riesgos.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que tiene una cifra distinta que se refiere al cambio de crecimiento de los planes de producción del tercer trimestre. Indica que la Minera Escondida estaba sobrecumpliendo un 25%; las mineras privadas sin ésta estaban alrededor de un 90% de lo que señalaron que iban a producir y Codelco alrededor de un 80%. En consecuencia, Codelco representa el doble de las empresas privadas.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 14.10 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 114.

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

Expone el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, que en la reunión de política monetaria del mes de septiembre, el Consejo acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 5,75% anual, luego de iguales incrementos en los dos meses anteriores. Indica que se estimó necesaria esa decisión para que el alza de la inflación anual de estos meses sea efectivamente transitoria y la inflación proyectada en torno a dos años se mantenga en 3%. Señala el Gerente de División que se consignó además que habían aumentado los riesgos de un escenario externo adverso; que en el ámbito interno, más allá del desempeño de algunos sectores específicos, la actividad seguía dinámica; y que el IPC se veía afectado por la profundización de los inusuales aumentos de los precios de algunos alimentos, tanto perecibles como no perecibles. Agrega que, considerando los riesgos que se enfrentaban, se comunicó que la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria dependería de la nueva información que se acumulara, sin un sesgo particular.

40



Agrega el señor Gerente de División que desde la reunión anterior, las principales novedades son las siguientes:

- En el lado externo, las proyecciones de crecimiento mundial de consenso han sufrido correcciones menores, aunque las del FMI ya incorporan un ajuste más significativo, en particular en el caso del mundo desarrollado para el año 2008.
- El recorte de la Fed de 50 puntos base y las inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales de economías desarrolladas han atenuado los problemas financieros en los mercados internacionales. El movimiento de la tasa en Estados Unidos de América y la probabilidad de recortes adicionales han contribuido a la depreciación del dólar a nivel global. Las bolsas de los países emergentes han tenido una sorprendente alza, mientras los premios por riesgo soberano retrocedieron, pero siguen por encima de los niveles previos al episodio de turbulencias. Con todo, los riesgos a la baja se mantienen, especialmente por las restricciones crediticias que puedan significar los problemas recientes.
- Los precios de los principales bienes primarios relevantes para Chile, en general, han mostrado aumentos. En particular, el cobre aumentó cerca de US\$ 0,35 por libra hasta US\$ 3,70, el petróleo se incrementó en algo más de US\$ 1 el barril, ubicándose sobre US\$ 80, y el trigo subió cerca de 10%, desde niveles elevados. En los tres casos ello motiva revisiones al alza en las proyecciones para los próximos dos años.
- En el mercado financiero interno, lo que más destaca es la apreciación del peso, de 2,4% respecto del dólar y 1% en términos multilaterales. Respecto del cierre estadístico del *IPoM*, la apreciación del peso es de 4,8% y 2,3% en términos bilaterales y multilaterales, respectivamente. El TCR actualmente se ubicaría entre 4% y 5% por debajo del considerado en el cierre estadístico anterior y estaría en la parte inferior del rango de estimaciones de valores coherentes con fundamentales de largo plazo. En el lado de las tasas de interés, las principales novedades son un leve aumento de la parte corta de la curva nominal, que considera un par de alzas durante los siguientes seis meses.
- El crecimiento de la actividad en el mes de agosto fue de sólo 4,5%, nuevamente afectada por el desempeño de los sectores minería y EGA. Sin embargo, también se aprecia debilidad en la industria. Con esto, el panorama de actividad esperado para el segundo semestre tiene un ajuste material a la baja, explicado por un menor crecimiento de las exportaciones, especialmente las mineras. El PIB excluidos sectores de Recursos Naturales, se estaría expandiendo a una velocidad menor a su tendencia en este semestre. Mientras la información de inversión sigue en línea con el escenario central, la información de consumo apunta a un crecimiento algo menor que el proyectado.
- En el mes de agosto, la inflación volvió a ser elevada y mayor que la proyectada, también por aumentos inesperados de los precios de algunos alimentos, en especial de los perecibles. El panorama de inflación de corto plazo nuevamente se corrige al alza y se ubica un punto y medio por encima del escenario base del *IPoM*. Más allá del aumento de los precios específicos, hay evidencia de aumentos de otros precios. En efecto, las medidas alternativas de tendencia inflacionaria volvieron a aumentar, al igual que el número de ítems que aumenta de precio en el mes. La inflación anual de servicios subyacente, en principio más persistente, también aumentó. Por último, las inflaciones del IPC que excluye energía y alimentos y del IPCX1 sin alimentos, también mostraron alzas importantes, algo mayores a las proyectadas.



- Los indicadores salariales no repitieron la aceleración del último mes, mientras la discrepancia entre el crecimiento anual del CMO y el IREM parece haberse estabilizado. Se mantiene la evaluación que el panorama relativamente benigno por el lado de los costos laborales habría quedado atrás, especialmente considerando el aumento que muestran los CLU.
- Los indicadores de expectativas de inflación del sector privado siguen siendo coherentes con un aumento transitorio de la inflación. En particular, las expectativas de inflación de largo plazo continúan bien ancladas.

Señala el señor Gerente de División Estudios que con los antecedentes disponibles en esta Reunión, las opciones que parecen plausibles son mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual o bien aumentarla en 25 puntos base. Agrega, que la decisión de hoy es particularmente difícil porque se conjugan novedades que, tomadas parcialmente, pueden justificar plenamente cualquiera de las dos opciones. Asimismo, indica que la división que hay en cada uno los indicadores de expectativas para esta Reunión, consistentes en distintas encuestas a analistas y a mesas y los propios precios de mercado, dan buena cuenta de esta disyuntiva.

Comenta el señor Valdés, que la principal justificación para aumentar la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión es el riesgo inflacionario, toda vez que el nivel que ha alcanzado la inflación no tiene precedente desde que se ha implementado el marco pleno de metas de inflación. Agrega que se proyecta que la inflación seguiría aumentando, incluso por encima de lo que espera el mercado, en los siguientes meses. Si bien la naturaleza del *shock* inicial que explica el aumento de los precios no ha cambiado -su origen está en el precio de los alimentos tanto perecibles como no perecibles y de la energía-, este *shock* sí se ha intensificado y prolongado más allá de lo esperado. El aumento de los precios internacionales del petróleo y del trigo desde el *IPoM* lo ejemplifican.

Indica el señor Valdés, que a lo anterior se suman factores que aumentan el riesgo que el *shock* de oferta que se enfrenta contamine la formación de los precios de otros bienes y de los salarios. Entre otros factores, cabe mencionar los siguientes hechos: los *shocks* han demorado varios meses en traspasarse plenamente al IPC y no se ve aún ninguna reversión, el cuadro actual es de uso pleno de la capacidad, en particular en el mercado laboral, y el tema inflacionario es un aspecto de preocupación en las encuestas de familias, y las expectativas de inflación de empresarios se han revisado al alza. Comenta que se puede incluso argumentar que este riesgo de contaminación ya se estaría materializando si se considera: (i) los aumentos que muestran las medidas alternativas de tendencia inflacionaria; (ii) el aumento del número de ítems con incrementos de precios, lo que da cuenta de aumentos más generalizados; (iii) el nivel y aumento que muestra la inflación de servicios subyacente (que es en principio más persistente); y (iv) el hecho que las medidas de inflación que excluyen energía y alimentos del IPC y del IPCX1 sin alimentos, también mostraron alzas importantes, levemente mayores a las proyectadas.

Indica el señor Valdés que cabe mencionar que la Tasa de Política Monetaria se ubica en el rango bajo de estimaciones de neutralidad. Sin embargo, también hay elementos que atenúan el riesgo que el aumento de la inflación se torne persistente y elementos de riesgo que por sí mismos pueden justificar mantener la Tasa de Política Monetaria hoy. Agrega que por el lado de factores que empujan hacia una menor inflación destaca la apreciación del peso, que modera las presiones inflacionarias en una magnitud que sería comparable al efecto inflacionario de los *shocks* de precios externos conocidos desde el *IPoM*, aunque probablemente con efectos en plazos que son distintos, más largos en el caso del tipo de cambio. Asimismo, destaca el panorama algo más débil de actividad en el corto plazo, que apunta a presiones inflacionarias algo menores por este concepto. A ello se suma además el



efecto que podría tener el aumento mismo de la inflación sobre el ingreso de las familias y sus decisiones de consumo. Finalmente, cabe considerar que las expectativas de inflación continúan bien ancladas y el crecimiento de los salarios no repitió el fuerte aumento del mes pasado. Respecto del riesgo de inflación de salarios, menciona la importancia que cobra el próximo reajuste del sector público como efecto señal para el resto de la economía.

Por otro lado, señala el señor Valdés que si bien parece haber disminuido en lo más reciente, persiste el riesgo de un deterioro más pronunciado del escenario internacional. Ello podría eventualmente involucrar una actividad interna más débil, una caída en precios de bienes primarios, incluidos los de alimentos que son referencia para el IPC, y nuevas bajas de tasas de interés externas, entre otros factores. Agrega el Gerente de División señor Valdés, que podría argumentarse que la mantención de la Tasa de Política Monetaria hoy es la reacción adecuada a un riesgo de probabilidad moderada, pero de efectos significativos. Indica que desde el punto de vista táctico, además, considerando los costos que implica una reversión de signo en las decisiones de política, puede ser prudente esperar más información antes de decidir un aumento de la Tasa de Política Monetaria, especialmente si se estima que un escenario externo muy negativo podría hacer recomendable tasas menos elevadas en un futuro no tan lejano.

Señala que también en esta oportunidad hay otras consideraciones tácticas que pueden ser relevantes para la decisión final. Primero, cualquiera sea la decisión, es esperable que ella tenga algún efecto en los precios financieros porque será en parte inesperada. En este sentido, dada la coyuntura cambiaria, podría haber argumentos para la mantención. Segundo, en el caso que se dé el escenario de proyecciones de corto plazo preparado para esta Reunión, por encima del esperado por el mercado, es probable que vuelvan a surgir discusiones sobre la necesidad de nuevos aumentos. Por consiguiente, podría ser recomendable esperar dicho escenario para efectivamente aumentar la Tasa de Política Monetaria. Finalmente, menciona que el sesgo neutro del último comunicado no provee una restricción evidente para esta reunión. Sin embargo, considerando que la inflación ha sorprendido al alza y los riesgos globales parecen algo menores, se podría argumentar que un alza hoy es relativamente más coherente con la comunicación previa.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel señala que le parece que esta Reunión es una de las más difíciles para la decisión de política monetaria del Consejo del Banco Central de Chile.

Manifiesta el señor Gerente, que por un lado, existen importantes novedades que sugieren continuar con la convergencia o normalización de la Tasa de Política Monetaria hacia su nivel neutral, que fue retomada hace tres meses atrás. Agrega que en los mercados financieros internacionales se observa una normalización parcial post-crisis *subprime* y la probabilidad de una recesión en Estados Unidos de América aparentemente ha disminuido, aunque las proyecciones de crecimiento de ese país y mundial se han ajustado a la baja. Los mercados financieros internacionales se han recuperado con vigor y el crecimiento en el mundo emergente se proyecta como vigoroso, también apoyado en incrementos adicionales de precios de materias primas, incluyendo el petróleo y el cobre.

4



Comenta el señor Schmidt-Hebbel que en la economía nacional se observa una continuación de los *shocks* no anticipados en precios de alimentos. También se observan incrementos en las medidas de inflación que excluyen alimentos y en las medidas de tendencia inflacionaria. Indica que por primera vez en una década, se proyecta una tasa de inflación de corto plazo en un nivel promedio de 7,15% en 12 meses, para los siguientes 6 meses, lo que implica una desviación de 415 puntos base, respecto del centro de la meta.

Por otra parte, comenta que las noticias nacionales e internacionales sugieren una continuación en el proceso de convergencia de la Tasa de Política Monetaria hacia niveles neutrales. Sin embargo, señala que cabe considerar cinco antecedentes que, al sopesarse en su conjunto, hacen recomendable una decisión más conservadora en esta oportunidad. Primero, la incertidumbre de la crisis *subprime* que ella provoca en los mercados financieros y en proyecciones de crecimiento mundial, de precios de materias primas y de condiciones financieras externas que están aún lejos de desvanecerse. En segundo lugar, por las proyecciones de crecimiento de corto plazo para Chile que se han ajustado a la baja y que no se avizora que los riesgos a la baja en torno a este menor crecimiento se hayan debilitado. En tercer lugar, que las expectativas de inflación para el horizonte de política, aproximadas por la medida de compensación inflacionaria de la *forward* de uno en uno, está en un nivel de apenas 3,10%, con una corrección de 24 puntos base a la baja durante este último mes, después de un componente no anticipado de 0,3% en la inflación IPC del mes de octubre. En cuarto lugar, que se está en presencia de una apreciación del peso bilateral fuerte y multilateral moderada que, de perdurar, reduciría las presiones inflacionarias en el mediano plazo. Y quinto, que puede ser particularmente costoso tomar una decisión de política monetaria en una dirección que, por realizarse el escenario de riesgo descrito, tenga que revertirse con una decisión en la dirección contraria al poco andar materia en la cual el Banco Central de Chile ya acumuló alguna experiencia a comienzos de este año.

En conclusión, señala el señor Gerente, que sugiere mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García señala que la coyuntura, indudablemente plantea varios dilemas. Menciona que se tiene un contexto de menor vigor cíclico que el previsto, con ampliación de brechas, y con antecedentes de inflación que son significativamente mayores en el corto plazo. Lo anterior, en un escenario de expectativas privadas que considera algunos aumentos adicionales de la Tasa de Política Monetaria en el curso de los próximos seis meses con, al mismo tiempo, expectativas de inflación que se ubican en torno a la meta a plazos largos, pero que aún no incorporan lo que, aparentemente, será una nueva sorpresa inflacionaria para este mes.

Comenta el Gerente señor García, que lo más complejo de incorporar al análisis es el origen e implicancias inflacionarias de mediano plazo de la trayectoria reciente del dólar. Agrega que una aplicación mecánica del coeficiente de traspaso y de mantenerse el escenario actual de brechas, sin un rebote significativo, podría generar un proceso desinflacionario significativo, a plazos medianos. Indica que frente a ese riesgo se debe contrapesar la persistencia de los *shocks* inflacionarios de corto plazo y un levantamiento de la curva de expectativas inflacionarias, hacia el largo plazo. Adicionalmente, señala que está el cambiante escenario internacional y los riesgos tanto financieros como reales hacia el futuro.

Asimismo, señala que frente a este complejo escenario, fue apropiada la eliminación de sesgos en el comunicado reciente, debido a que en buena medida, esas incertidumbres persisten, pero en su opinión esta instancia sin sesgos es la más apropiada para su comunicación. Agrega que en ese sentido, apoya la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, pues a su entender resulta lo más congruente con la mantención del sesgo.



El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, señala que le parece que la decisión de esta Reunión resulta compleja, toda vez que existen buenos argumentos para justificar las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios. Agrega que un buen marco de análisis o tal vez el más apropiado, es aquél que se efectuó en la Reunión de Política Monetaria pasada, en la cual se comentó, implícitamente, que la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria dependería de tres factores, que son los desarrollos del escenario internacional, la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios, y la evaluación de las brechas de capacidad. Comenta sobre el particular, que en cuanto a los desarrollos en el escenario internacional, no existe duda que está algo mejor desde la perspectiva de lo que sufrieron los mercados financieros. Indica que es cierto que algunos analistas y, en particular, el Fondo Monetario Internacional han revisado a la baja las proyecciones de actividad, pero si se observa lo que indican los mercados financieros en el día de hoy, existe menor pesimismo que hace un mes, aunque se mantienen los riesgos a la baja en el escenario central y la economía internacional seguiría con dinamismo de acuerdo a ese ambiente, y ello apuntando a que no habría disminuciones en las presiones inflacionarias.

Señala el señor Jadresic que en relación a una propagación de los *shocks* inflacionarios, la evaluación es mixta respecto del mes anterior y hay argumentos en ambos lados. Por una parte, los precios de los no alimentos y la energía aunque aumentaron en relación al mes anterior, siguen en torno a 2%, sin evidenciar efectos sustantivos de propagación de los *shocks* en alimentos y en energía. Comenta también que, por otra parte, el costo de la mano de obra en 12 meses se mantuvo creciendo al mismo ritmo del mes anterior, esto es en torno al 6%, a pesar de incorporar reajustes y revisiones de salarios que incorporan la sorpresa inflacionaria del mes de julio, del orden de 1,1%, lo cual podría hacer pensar que dará motivo para aumentos adicionales. Agrega el señor Jadresic, que el precio del dólar en pesos, como se ha dicho, ha caído y esto debería también contribuir a compensar los efectos de propagación de la inflación. Hace presente, que es cierto que a la larga los precios de los bienes transados internacionalmente probablemente tenderán a aumentar, compensando este efecto, si se mantuviese en el tiempo, pero también cree que existe evidencia incluso empírica, pero también anecdótica que dicho efecto toma tiempo, ya que en muchos contratos y mercados en que se tiende a usar el dólar como moneda de referencia, esta apreciación del peso contribuiría al menos a corto plazo o a mediano plazo a disminuir los precios de los bienes que se transan.

Indica el señor Jadresic que adicionalmente a las expectativas de inflación, los indicadores muestran que siguen ancladas en torno a 3%, incluso las compensaciones inflacionarias que salen del mercado de uno en uno y de tres en dos, que hace un mes estaban entre 3,3% y 3,4%, han bajado y ahora se encuentran muy cerca de un 3%. Por otra parte, se han observado nuevas sorpresas inflacionarias en alimentos, que indican que la reversión de algunos precios y estabilización de otros podría demorar y ser menos intensa de lo previsto y también en los cálculos internos que ha presentado la Gerencia de División Estudios, que sugieren que habrá nuevas sorpresas inflacionarias para el público en la inflación de corto plazo. Por consiguiente, estima que existe un riesgo que esas sorpresas, de materializarse, desestabilicen las expectativas.

En último término, con respecto a la actividad, el señor Jadresic señala que ésta habría estado durante el tercer trimestre por debajo de lo esperado y en particular el PIB, excluyendo los recursos naturales, se estaría expandiendo a menor velocidad que su tendencia, disminuyendo en el margen las presiones inflacionarias por el lado de la brecha de capacidad. En consideración a lo anterior, recomienda en el margen, mantener la tasa tomando en cuenta que el Banco Central de Chile lleva tres meses consecutivos de aumento de tasas; que en la última Reunión no se dejó constancia del sesgo que tenían los comunicados anteriores y, teniendo en cuenta el hecho que en la actualidad la mayoría de los agentes espera que la tasa se mantenga aún cuando hay opiniones disidentes. En este contexto y dado la ambigüedad de

43



las noticias recibidas, indica que existe espacio para no modificar la tasa lo que tampoco daña la credibilidad del Banco.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón, señala que si se mira el balance de cifras de inflación de actividad *spot*, utilizando la jerga financiera, cree que la inclinación natural sería subir la tasa porque la inflación está alrededor de 6% y el crecimiento económico alrededor de 5,5%. Agrega que no obstante lo anterior, esos *spot* en realidad son de hoy a doce meses atrás. Señala que si se observa la *forward*, que no es el diferencial de tasas sino más bien la mejor estimación, se aprecia este balance de inflación y actividad. Menciona el señor De Ramón, que por el lado de la inflación resulta más difícil, ya que por un lado la Gerencia de División Estudios estima que llegará al 7,4%, pero por otro lado, vienen meses con estacionalidad e inflación más baja. Por lo tanto, se podría afirmar y también es probable, que los precios de los alimentos se reviertan. Agrega asimismo, que existen riesgos para los dos lados, pero en su opinión es más bien a la baja, al menos después del mes de noviembre. Por otra parte, si se observa la actividad, claramente se aprecia una menor fuerza, no solamente en electricidad, gas, agua y minería sino que también en la industria.

Menciona también el señor Gerente de Mercados Financieros Nacionales, que las compensaciones inflacionarias no están lejos del tres, sino que más cerca de esa cifra que el mes pasado. Además, agrega otra consideración que no le parece fundamental, que consiste en el hecho que un 80% del mercado estima que el Banco Central de Chile va a mantener la tasa y algo menos el resto, por lo cual le parece conveniente recomendar esperar un mes, para observar lo que sucede, cómo se desarrollan los indicadores y las proyecciones hacia delante.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que en esta misma mesa aproximadamente diez meses atrás, cuando la actividad caía y los que como él tienen que dirigirse a la prensa diariamente se encontraban inquietos, escuchó varias voces muy sensatas que decían que si se tenía la certeza que la política es la correcta, había que resistir y esperar, puesto que esa política iba a surtir su efecto. Agrega que probablemente ese comentario se hizo de un modo algo menos folclórico, pero esa es su esencia. Indica el señor Ministro, que en esta oportunidad quiere hacer propio ese comentario, respecto a la situación actual y, por consiguiente, si se tiene la certeza que el diagnóstico y la política son correctas, corresponde esperar. Comenta que hace esa afirmación porque le parece que complicaciones mayores o menores, se está en presencia de un clásico *shock* de oferta, clásico como libro de texto, y la respuesta para ese *shock* de texto debe reconocer que para que la inflación baje no es necesario que los precios también lo hagan, sino que basta con que la media agregada de los precios baje y que el único asunto delicado en este caso, es el de las expectativas. Atendido lo anterior, señala el señor Ministro que tiene la convicción que hay espacio para estar tranquilo, y quiere documentarlo algo más con un argumento no extremadamente novedoso, ya que todo se ha dicho en la Reunión de la mañana y ahora en la tarde. Agrega, que respecto al curso de la inflación, si se excluyen los alimentos y la energía, las cifras están en torno a 2%; si se observan las medias podadas, de distinto tipo, se está en una cifra en torno a 3%; la inflación de bienes se encuentra notablemente sobre la inflación de servicios; y los salarios que habían sido preocupantes, al menos dejaron de acelerarse, todo ello de manera que se podría estar tranquilo por algún tiempo.



Comenta también el señor Ministro que la apreciación cambiaria que hasta el momento había sido sorprendentemente baja, se volvió extraordinariamente vigorosa y nuevamente cifras más o cifras menos, real versus nominal y multilateral, podría dudarse de cuáles son las ponderaciones correctas, dependiendo de cuál es el precio de distintos bienes, claramente estamos ante un fenómeno que no se había observado en meses anteriores y eso tendrá un impacto en los precios. Agrega también que le cuesta creer que el impacto en los precios en dólares, los bienes transables como el petróleo, vayan a reaccionar rápidamente al cambio de la paridad relativa dólar-euro o dólar-yen. Indica el señor Ministro que si ello ocurre lo hará con mucho rezago. Por lo tanto, la apreciación cambiaria también desde el punto de vista de la inflación, da argumentos para estar más tranquilo. Desde otro punto de vista, por cierto esa perspectiva es altamente delicada, pero cree que eso es obvio. Comenta también que sí hay sorpresas en cuanto a actividad y éstas son todas a la baja y no cree necesario listar los distintos elementos, pero en todo caso no hay ninguno de éstos que apunte a la dirección contraria. En cuanto al escenario internacional, señala el señor Ministro que aunque se observa menos dramático que hace un mes atrás, lo sigue siendo el pánico financiero que se ha contenido, pero no resulta menos dramático en cuanto a que los efectos reales aún están en desarrollo y la verdad es que no hay proyección de crecimiento al menos para Estados Unidos de América que no apunte fuertemente a la baja.

Por lo tanto, menciona el señor Ministro que lo que ya ha señalado fundamenta sin ambigüedad la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria, y agrega que el único argumento que podría entregarse en el sentido de aumentar la tasa dice relación con un potencial desanclaje de expectativas para lo cual se permite efectuar dos observaciones. Una de ellas es que, a pesar del ruido que se ha producido y de lo inesperado y persistente de los *shocks* de precio, nada ha sucedido con las expectativas, lo que habla muy bien de la Institución y sus políticas. Y en segundo término, que es un aspecto al cual usualmente no hace referencia porque no lo estima relevante, pero en esta oportunidad sí lo hará, es que el mercado mayoritariamente no espera que el Banco efectúe un alza y en consecuencia, al no hacerlo, difícilmente podría ser interpretado como algo que afecte las expectativas del mercado y que por lo tanto, redunde en una pérdida de credibilidad.

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

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al staff el material preparado para esta reunión. Indica el señor Consejero que las noticias señaladas durante el último mes, configuran un cuadro que torna particularmente compleja la decisión que se debe adoptar en esta reunión. Comenta que en el frente externo, los mercados financieros siguen reflejando los efectos de las turbulencias recientes, si bien las reacciones de política de los bancos centrales han contribuido a generar calma e indica que como resultado de ello, las tasas largas han revertido en parte el movimiento a la baja previo y las bolsas se han recuperado. Asimismo, los premios soberanos para las economías emergentes han bajado, pero no han retornado a los niveles que tenían con anterioridad.



Señala el señor Consejero que los efectos de estas turbulencias sobre la actividad real, se perciben por el momento como moderados. Agrega que las proyecciones para este año no cambian significativamente, en tanto las correspondientes al 2008 se reducen levemente, por ajustes en las cifras de Estados Unidos de América y Europa. Indica el señor Consejero que con todo, permanece un grado importante de incertidumbre sobre los efectos de mediano plazo del actual el proceso de ajuste en los mercados financieros y crediticios.

Por otra parte, menciona que los precios de los productos básicos se mantienen altos, lo que confirma la fortaleza de las economías emergentes más pujantes. Agrega que el cobre muestra un alza significativa respecto del mes anterior.

En el frente interno, comenta el señor Consejero que los agregados monetarios siguen mostrando tasas de crecimientos elevadas, moderándose marginalmente en el último mes. A su vez, indica que las colocaciones totales continúan creciendo a tasas altas.

Agrega el señor Enrique Marshall que las tasas de interés cobradas a las personas y empresas, que hasta ahora no mostraban ajustes importantes, tuvieron un alza apreciable en el último mes, que reflejaría el cambio en el costo de financiamiento para los bancos.

Comenta el señor Consejero que los rendimientos de los títulos de largo plazo en pesos, mostraron una leve reducción respecto de la última Reunión. Indica que por el contrario, los rendimientos para títulos reajustables se mantuvieron en niveles similares o subieron marginalmente.

Destaca el señor Consejero que la noticia más importante proveniente de los mercados financieros, es la considerable apreciación del peso, ya que coincide con un debilitamiento bastante generalizado del dólar en los mercados internacionales y señala que se requiere de todas formas un especial seguimiento para despejar bien sus causas e implicancias.

Agrega el Consejero señor Marshall que la demanda se expande en general de acuerdo a lo previsto, tanto en el consumo como en la inversión. Sin embargo, señala que el deterioro de las expectativas y las alzas en los rubros de energía y alimentos introducen un sesgo a la baja hacia delante.

Menciona también el señor Consejero que la actividad mantiene un ritmo de crecimiento importante, pero con señales de desaceleración. En este marco, indica que la expansión del segundo semestre sería menor que la anticipada y que la tasa de variación para el año en su conjunto estaría algo por debajo de nuestro rango de proyección. A su vez, señala que esto ya ha sido recogido por el mercado.

También hace presente que esta desaceleración de la actividad se explica principalmente por el comportamiento de los sectores de recursos naturales y, a su vez, también alcanza a la industria manufacturera.

Indica el señor Consejero que los salarios y los costos laborales están mostrando tasas de variación más altas que en el pasado. Señala que las cifras observadas hasta ahora siguen siendo en lo fundamental congruentes con la meta inflacionaria. Agrega que la evolución de las remuneraciones en los próximos meses debe ser monitoreada con atención por sus implicancias para la inflación proyectada.

4



En cuanto a la inflación, comenta el señor Consejero que ésta volvió a sorprender al alza en septiembre y que la tasa de variación anual del IPC ha llegado a niveles que adquieren una intranquilizante distancia, respecto del rango de tolerancia y lo propio acontece con las otras medidas de inflación subyacente. Agrega que si bien esta mayor inflación sigue respondiendo fundamentalmente a *shocks* en los precios de los alimentos y la energía, las cifras alcanzadas son superiores a las que se podrían haber anticipado.

Señala el señor Consejero que como resultado de lo anterior, las proyecciones de inflación han subido en forma considerable, especialmente para los plazos más cortos. Las expectativas de mercado también se han ajustado hacia arriba en forma significativa. Sin embargo, las expectativas para los plazos más largos se ubican cerca de la meta de inflación.

Por otra parte, señala que le parece que el mercado considera que el ciclo de ajuste de la Tasa de Política Monetaria aún no ha concluido. Indica que si bien el mercado para esta Reunión se inclina mayoritariamente por una pausa, las expectativas apuntan a un ajuste adicional de 25 puntos base antes de fin de año, seguido por otro de similar magnitud en el curso del próximo.

En opinión del señor Consejero, con estos antecedentes las opciones plausibles para esta Reunión son mantener la tasa en su actual nivel o bien elevarla en 25 puntos base. Agrega que las noticias acumuladas otorgan buenos fundamentos para inclinarse por una de estas dos opciones. Por un lado, se puede argumentar que la sucesión de sorpresas inflacionarias, incluida la del último mes, requieren de una nueva acción de política que evitar la propagación de la inflación hacia otros rubros y hacia las remuneraciones. Ello se vería reforzado por la estrechez de holguras internas y la reafirmación del impulso que seguiría brindando la economía global en 2008, no obstante las turbulencias financieras recientes. También señala que se puede sostener que la inflación sigue respondiendo en lo fundamental a factores de oferta, que las expectativas de mediano y largo plazo siguen bien alineadas con la meta, y que han surgido signos de desaceleración que podrían generar hacia delante un cuadro de holguras menos estrecho que el previsto con anterioridad.

Hace presente que reconociendo que la decisión es compleja, se inclina por esta segunda opción al hacer un balance de todos los antecedentes y riesgos, y estima que existe todavía bastante incertidumbre sobre la evolución del escenario externo. En efecto, los mercados monetarios y financieros internacionales aún están en proceso de ajuste y acomodo, y el impacto de ello sobre las condiciones financieras y crediticias prevalecientes en el mediano plazo aún no se puede anticipar. También cree que existe una buena dosis de incertidumbre sobre la forma como evolucionará el ciclo interno.

Señala finalmente que después de tres alzas consecutivas de la Tasa de Política Monetaria, que acumulan ya 75 puntos base y cuyos efectos están en pleno desarrollo, le parece prudente esperar y contar con nuevos antecedentes antes de decidir el próximo movimiento.

Agrega que las expectativas de mercado respecto de la evolución de la Tasa de Política Monetaria, derivadas tanto de los precios de los activos como de las encuestas a los analistas, otorgan espacio para tomar esta decisión.

Señala asimismo, que en el cuadro que enfrenta el Banco se debe transmitir la preocupación por la inflación que se está observando, pero al mismo tiempo se debe dosificar con prudencia y efectividad las acciones de política.

Por todo lo señalado, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,75%.

4



El Consejero señor Manuel Marfán señala que como siempre agradece el análisis del *staff*. Menciona que una vez más las sorpresas externas e internas están alejando la coyuntura del escenario base delineado hace solo algo más de un mes.

Agrega el señor Consejero que en el ámbito externo lo más relevante desde la Reunión de Política Monetaria anterior, ha sido la agresividad con que los bancos centrales de las economías más desarrolladas, en especial la de los Estados Unidos de América, han abordado las turbulencias financieras. Con ello no se ha profundizado la percepción de una desaceleración de la economía de los Estados Unidos de América, respecto de la Reunión de Política Monetaria anterior, pero sí respecto del escenario internacional del *IPoM*. Indica, que al igual que hace un mes, todavía parece prudente plantearse escenarios alternativos con una mayor desaceleración de la economía de los Estados Unidos de América. La fuerte reducción de la *Federal Funds Rate* y de la tasa de descuento asociada a la probabilidad de una nueva baja, ha implicado una significativa depreciación del dólar respecto de todas las monedas que flotan. Agrega también que llama la atención que los efectos financieros de las turbulencias sobre las economías emergentes han disminuido y la mayoría de las monedas se han apreciado respecto del dólar, incluyendo el peso chileno. Menciona el señor Consejero, que las que no lo han hecho, y destaca en especial el yuan y el peso argentino, se han depreciado junto con el dólar. Asimismo, señala que los fundamentos de la economía China apuntaban a la conveniencia de una apreciación de su moneda desde antes de los fenómenos actuales y hoy esos fundamentales se han tornado más apremiantes, no concibiéndose por ahora cómo esa economía enfrentará las mayores presiones inflacionarias que conlleva su desalineamiento cambiario creciente. Hace presente además, que la probabilidad de una aceleración de la inflación en Argentina también ha aumentado.

Estima el señor Consejero que en este contexto de grandes fluctuaciones de las paridades, es prematuro desentrañar cuánto es el componente real, por ejemplo y no puede descartarse que el aumento del precio internacional del petróleo pudiera ser más el reflejo de un fenómeno cambiario que un aumento del precio real del mismo. Por ello, también es prematuro desentrañar todas las implicancias sobre la inflación de estos fenómenos cambiarios.

En el plano interno, comenta el señor Consejero que el crecimiento de la actividad en el tercer trimestre se ve inferior al proyectado. Señala que a estas alturas parece claro que el fenómeno va más allá de lo que pueden explicar los sectores ligados a recursos naturales. Agrega que de manera concomitante se percibe un cambio en la composición de la demanda interna respecto del escenario base, con una mayor acumulación de inventarios, especialmente de cobre y una ralentización del crecimiento del consumo privado. En síntesis, estima que hay una brecha del producto interno bruto no recursos naturales menos cerrada que la que se proyectó, y un crecimiento del consumo menos dinámico.

Indica el señor Consejero que junto con lo anterior, las sorpresas inflacionarias han continuado en el último mes, especialmente en los alimentos perecibles y la persistencia de esas sorpresas y los posibles efectos de segunda vuelta son todavía una incógnita. Agrega que hasta ahora los indicadores salariales no muestran sorpresas y a futuro habrá que monitorear si éstos se aceleran más allá de lo que predecirían los parámetros históricos de rezagos respecto del IPC. Comenta que sería lamentable que el próximo reajuste de remuneraciones del sector público renuncie a considerar la inflación futura en vez de la pasada, ya que la consecuencia sobre la persistencia de los efectos de segunda vuelta sobre la inflación y, por lo tanto, sobre el curso futuro de la política monetaria, son significativamente diferentes.

Le parece al Consejero señor Marfán que la decisión de hoy tiene algunas características de encrucijada y que tal como lo expresa la Minuta de Opciones, existen razones válidas y poderosas tanto para elevar como para mantener la tasa de política monetaria. Las consideraciones de error de Tipo Dos a las que ha apelado en otras ocasiones, no ayudan a dirimir hoy cuál es la opción correcta o la menos incorrecta.

4



Agrega el señor Consejero, que en otras ocasiones de empate de argumentos entre dos opciones se ha apelado a consideraciones tácticas y cree que en esta ocasión son particularmente válidas. Estima que el mercado pasó de expectativas mayoritarias de aumento a expectativas mayoritarias de mantención, en solo unos pocos días. Indica el señor Consejero que también se ha esgrimido como factor los movimientos del tipo de cambio, los que al menos descarta como válidos en esta ocasión. Indica que como ya mencionó, los movimientos cambiarios responden a un fenómeno mundial y no es claro el impacto que tendrán todavía sobre la inflación futura, pero también se ha argumentado que en un momento de incertidumbre y turbulencia es mejor una instancia de *wait and see*, ese sí es un argumento poderoso para dirimir y es el esperado por el mercado. Menciona que el gran riesgo sin embargo, es un desalineamiento de expectativas de la inflación de mediano plazo que, de ocurrir, obligaría a actuar con severidad para revertirla.

Finalmente, señala que por esas razones, manifiesta que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. Sin embargo, sugiere que el Comunicado contenga un claro mensaje que el Banco Central estará atento a monitorear la credibilidad de su meta de inflación.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que la decisión de hoy, como se ha dicho, es particularmente difícil, por cuanto los desarrollos que han tenido lugar desde la última Reunión apuntan en direcciones contrapuestas, en relación a la dirección que debe tomar la decisión de hoy.

Menciona el señor Consejero que, como se ha destacado, en el plano externo se han atenuado las turbulencias en los mercados financieros internacionales y se ha reducido la probabilidad de una recesión en los Estados Unidos de América, gracias a la reacción de política de ese país. No obstante, el panorama externo sigue teniendo un escenario bimodal en que un ajuste más severo de la actividad mundial forma parte de uno alternativo al escenario base con una probabilidad que no es despreciable. Agrega el señor Consejero que tal vez lo esencial es que el sesgo a la baja para la actividad mundial sigue existiendo, pero se han reducido los riesgos.

Comenta también que otro rasgo interesante del escenario internacional es la relativa fortaleza que han mostrado las economías emergentes frente a esta turbulencia. Ello podría explicar en parte la fortaleza que han observado los precios de los *commodities*, pero sin duda esto también es un reflejo de la fuerte depreciación multilateral que ha experimentado el dólar de los Estados Unidos de América. Indica que como reflejo de este último desarrollo, el tipo de cambio en Chile ha mostrado una apreciación bilateral y multilateral frente a la moneda de Estados Unidos de América, con lo cual el tipo de cambio real se ubica en la actualidad en la parte baja de las estimaciones de valores coherentes con los fundamentales del país.

Hace presente el señor Consejero, que si en el plano externo en general los desarrollos no han tenido un impacto adverso sobre el panorama inflacionario interno y de hecho la evolución reciente del tipo de cambio ha tenido un impacto desinflacionario, en el plano interno los desarrollos son menos favorables. Agrega que, como se ha destacado, la inflación ha vuelto a sorprender en los últimos dos meses, esencialmente a raíz de aumentos no previstos en los precios de los alimentos perecibles.

40



Asimismo, menciona el señor Consejero que no solo se está en presencia de tasas de inflación anormalmente elevadas sino que, como ha destacado el Informe de la Gerencia de División Estudios, comienzan a evidenciarse algunas señales de traspaso a otros precios en la forma de aumentos de diferentes medidas de tendencia inflacionaria. Agrega que frente a estos desarrollos, los costos laborales han tendido más bien a estabilizarse lo cual significa que si bien esto ya dejó de ser un factor benigno para la inflación, tampoco han contribuido, hasta ahora, a agravar el panorama inflacionario.

Señala el señor Consejero que en el plano de la actividad se ha producido un desarrollo significativo para el panorama inflacionario, pero en la dirección opuesta. La actividad creció en el mes de agosto solo un 4,5%, debido al bajo dinamismo de los sectores de recursos naturales y la energía. Indica que la debilidad se ha extendido también a la industria lo que lleva a proyectar un menor dinamismo del previsto para el tercer trimestre. Agrega más aún, que estimaciones preliminares sugieren que el PIB que excluye recursos naturales, se expandiría en el segundo semestre a una velocidad inferior a su tendencia. Le parece que éste es sin duda un factor de alivio en el plano inflacionario, considerando que la economía se encuentra actualmente con sus brechas de capacidad copadas.

Comenta el señor Consejero, que los antecedentes expuestos tienen un impacto contrapuesto sobre el panorama inflacionario y hacen más compleja la decisión de hoy. Sin embargo, un análisis cuidadoso de estos antecedentes lo inclina a favor de una de estas opciones, que es la de mantener la tasa en su nivel actual.

Indica el señor Consejero que por una parte, como se ha destacado, la apreciación del peso ya mencionada neutraliza en parte el impacto inflacionario de los recientes incrementos de precios externos. A esto se suma la debilidad que muestra la actividad en el corto plazo y que dejará de ser un factor de presión sobre los precios en el segundo semestre de este año. Otro factor que en opinión del señor Consejero contribuirá a atenuar las presiones inflacionarias, es la reducción que ha experimentado el ingreso disponible real de los hogares como resultado de la inflación reciente. Le parece que ninguna de estas consideraciones sería suficiente para justificar la mantención de la Tasa de Política Monetaria, si la inflación reciente hubiera dado lugar a algún tipo de desanclaje de expectativas. Agrega, que el hecho de que las expectativas de inflación sigan bien ancladas, a mediano y largo plazo, y más aún que la compensación inflacionaria se haya reducido recientemente, constituye un elemento esencial para justificar esta decisión.

Por último, señala el señor Consejero que no puede ignorarse que existe la posibilidad que el escenario internacional experimente un deterioro significativo en los próximos trimestres, afectando con ello los precios de bienes primarios y las condiciones financieras internacionales. Así, la mantención de la Tasa de Política permite esperar para acumular más información, antes de completar la normalización de la Tasa de Política Monetaria. Con ello se evita el riesgo de enfrentar una reversión de política en el futuro, en caso de materializarse este escenario internacional más perverso.

En síntesis, el Consejero señor Jorge Desormeaux vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual.

El Vicepresidente señor José De Gregorio hace presente que como lo han señalado todos los que lo han precedido en esta Reunión, hacer una repetición del escenario macroeconómico actual resulta particularmente complejo y ha estado lleno de sorpresas, las que muy probablemente a estas alturas ya han cambiado el escenario base del último *IPoM*.

4



Señala el señor Vicepresidente que el escenario internacional se ha tendido a normalizar desde que se manifestó la crisis financiera de las hipotecas *subprime* en los Estados Unidos de América. Agrega que si bien los indicadores financieros se han normalizado respecto a sus niveles de crisis, existen algunos desarrollos importantes y con efectos relevantes para la economía chilena.

Comenta el señor Vicepresidente que en primer lugar, la actividad en los Estados Unidos de América y probablemente esto continúe en otras economías, se ha debilitado y las perspectivas son de un menor crecimiento. En segundo lugar, indica que el dólar se ha debilitado de manera importante en las últimas semanas y no se puede descartar que este debilitamiento se profundice, con sus consecuencias e implicancias para la evolución de la paridad peso-dólar. Agrega que la crisis financiera está aún en desarrollo y no se puede descartar que ésta sufra un deterioro adicional, no a través de turbulencias graves, sino que un enfriamiento adicional de la actividad económica mundial. En consecuencia, le parece que las perspectivas de la economía internacional no son auspiciosas y sus efectos directos en Chile pudieran resultar en algo de menor dinamismo y tal vez, una reversión algo más rápida de la inflación de los alimentos.

Menciona el Vicepresidente señor De Gregorio que en el escenario interno las noticias son de mayor inflación, un tipo de cambio que se ha apreciado, y un menor crecimiento. Agrega que se trata de un panorama nada de simple, desde el punto de vista de las decisiones de política monetaria donde las implicancias pueden ser muy distintas de acuerdo al efecto que domine el mediano plazo y por lo tanto, se requiere una detenida evaluación de los riesgos. Señala que la mayor inflación ha estado principalmente concentrada en alimentos y energía, elementos con los cuales poco se puede hacer y cuyos precios debieran normalizarse, al menos sus tasas de crecimiento.

Con todo, estima que el mayor riesgo son los efectos de segunda vuelta a los que se han referido todos los que le han precedido, los cuales aún no se observan de manera importante aún cuando existan señales de alerta que se deben ir monitoreando.

Por otra parte, expresa también el señor Vicepresidente que la actividad se ha resentido, lo que ha estado en parte concentrado en el sector minería y electricidad, gas y agua, pero también se observan indicadores negativos en la actividad industrial y la construcción, aún cuando la demanda ha seguido creciendo como se esperaba, su composición podría estar cambiando hacia un menor consumo nacional y una mayor acumulación de inventarios. Le parece que es muy posible que unido a los ya conocidos problemas energéticos, se esté sumando el impulso negativo por la caída de ingresos que tienen los hogares, como resultado del elevado aumento del precio de los alimentos y la energía.

Menciona también el señor Vicepresidente que al aún incipiente menor dinamismo de la actividad, otro factor que se suma a reducir las presiones inflacionarias ha sido la apreciación del tipo de cambio que, aunque en un mundo de traspaso acotado dadas las magnitudes observadas, sus efectos desinflacionarios no son despreciables. En todo caso, cree que todavía existe incertidumbre del impacto que puede tener una depreciación del dólar en el mundo sobre la inflación internacional. Por lo tanto, a su juicio, hoy día observa, por el nivel de actividad y en parte por el tipo de cambio, menores presiones inflacionarias aunque los *shocks* en los precios de los alimentos han aumentado significativamente las proyecciones de inflación de corto plazo, en particular los registros que se vienen para los meses siguientes.



El Vicepresidente señor De Gregorio indica que en esta oportunidad, le da mayor importancia a las novedades con implicancia a mediano plazo, por ser las que se debieran observar con más cuidado en el esquema de metas de inflación, lo que le lleva a concluir que la decisión más adecuada es mantener la tasa de interés y, dadas las incertidumbres, se debería mantener un sesgo neutral. En todo caso, cree que se debe seguir con mucha atención la evolución de la inflación de todos sus componentes y, de manera especial, la evolución de las presiones salariales para ver cómo se van disipando los aumentos de precios de energía y alimentos, así como los potenciales efectos de segunda vuelta que se deben evitar que ocurran y que pongan en riesgo la meta de inflación.

En consecuencia, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que desde la última Reunión se han tenido noticias importantes tanto en el frente externo como en el interno, que apuntan a un escenario distinto al del último *IPOM*. En el frente externo, las acciones tomadas por los bancos centrales de los países industriales han permitido reducir los problemas de liquidez y de estrechez crediticia que experimentaban sus mercados monetarios y crediticios. Sin embargo, le parece que las condiciones financieras son igual ahora, menos favorables de lo que eran en la primera quincena de julio. Además, persiste la incertidumbre sobre los efectos finales que se terminará teniendo en el sistema financiero y en la actividad económica de Estados Unidos de América y en el resto de los países industriales. Agrega que en paralelo, se comienza a internalizar en las proyecciones que este ajuste tendrá un impacto negativo en el crecimiento de Estados Unidos de América, del resto de los países industriales y de los países emergentes y, los riesgos de estas proyecciones son marcadamente a la baja. En contraste, a pesar de las proyecciones de menor crecimiento, los precios de los productos primarios se mantienen altos. Comenta también el señor Presidente que en cuanto a paridades cambiarias, el dólar ha continuado su depreciación con respecto a las principales monedas.

El Presidente señor Corbo señala que otro desarrollo importante del último mes, es el aumento en los flujos de capitales hacia los mercados accionarios de los países emergentes y la asociada alza en los precios de sus acciones. Agrega el Presidente señor Corbo que en el frente interno, el crecimiento del producto se desacelera más allá de los sectores de recursos naturales, alcanzando también a la industria. Por el lado de la demanda interna se mantiene el dinamismo de la inversión y el del consumo se reduce algo en el margen. Como resultado, el crecimiento estimado para el tercer trimestre se revisa a la baja en más de un punto porcentual con respecto al proyectado en el último *IPOM*. Indica el señor Presidente que la principal noticia en el frente interno sigue siendo una inflación que nuevamente supera a la proyectada. A su juicio, la principal causa siguen siendo *shocks* inesperados y más persistentes en precios de alimentos, especialmente de perecibles. Además, las distintas medidas de tendencia inflacionaria siguieron aumentando. Señala que por el lado de los costos, los laborales estabilizaron su tasa de crecimiento y el peso se apreció con respecto al dólar, más allá de la caída en su valor en los mercados internacionales. De otra parte, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantienen ancladas en torno al 3% anual, coherentes con un aumento transitorio de la inflación.

Indica el señor Presidente que con este cuadro, decidir el curso de la política monetaria no resulta fácil y concuerda con la Minuta de la Gerencia de División Estudios que las opciones a que se enfrentan hoy son subir la tasa en 25 puntos base o mantenerla. Señala que los argumentos a favor de subirla siguen siendo los altos registros de inflación de los últimos meses, por la inusual persistencia que han mostrado los *shocks* de oferta y los riesgos que esto conlleva para la inflación proyectada por eventuales efectos de segunda vuelta en otros precios de bienes y servicios, salarios y expectativas de inflación de largo plazo del sector privado. Señala el señor Presidente que se agrega ahora que esta vez la inflación sin alimentos y



combustibles también experimentó una importante alza. En estas circunstancias, el principal activo con que se cuenta, expectativas de inflación de mediano y largo plazo ancladas en torno al 3% anual, es también el principal riesgo, es decir que las expectativas comiencen a alejarse en forma persistente de ese 3%. Agrega que para controlar este riesgo habría que volver a subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base.

Sin embargo, señala el señor Presidente que también existen argumentos para mantenerla. La reciente apreciación del peso y la ampliación de las brechas de capacidad deberían contribuir a reducir las presiones inflacionarias hacia adelante. Además, la sorpresa inflacionaria de los últimos meses por sus efectos en el ingreso disponible debería también contribuir a moderar el crecimiento de la demanda y a reducir las presiones inflacionarias. De otra parte, existe el riesgo destacado en la versión reciente del WEO, que la desaceleración de la economía mundial se profundice con efectos negativos en el dinamismo de la actividad interna, en el precio de los productos primarios, incluidos los alimentos y en las tasas de interés de los países industriales.

En consecuencia, ponderando estas dos opciones, cree también que en esta ocasión lo apropiado es mantener la Tasa de Política Monetaria a la espera de acumular más antecedentes para poder calibrar las proyecciones de inflación para el horizonte de política. Estima eso sí, que el Comunicado debería destacar la preocupación del Banco Central de Chile, por los eventuales efectos del salto observado en la inflación a otros precios, salarios y expectativas de inflación.

Por lo anterior su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,75% anual.

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

114-01-071011 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile, por unanimidad de sus miembros, acordó mantener la Tasa de Interés de Política Monetaria en 5,75% 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 5,75% anual.

En las últimas semanas se han moderado los problemas de liquidez en los mercados financieros internacionales, en tanto el dólar de los EE.UU. se ha depreciado frente a la mayoría de las monedas del mundo. Asimismo, se prevé un menor dinamismo de las economías industrializadas. En otro plano, el precio del cobre ha vuelto a aumentar, y el del petróleo y los de varios productos alimenticios siguen altos, todos por encima de lo proyectado. Lo anterior configura un panorama externo relevante para la economía chilena que se mantiene positivo, aunque persiste el riesgo de escenarios internacionales adversos.

4



En el ámbito interno, la información disponible sugiere que el crecimiento de la actividad en el tercer trimestre fue menor que el proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*, situación que parece ir más allá del desempeño de algunos sectores específicos y cuya persistencia es aún incierta. Por el lado de la demanda interna, los indicadores sugieren que se mantiene el dinamismo de la inversión y el del consumo se reduce levemente. El empleo asalariado sigue aumentando y las condiciones financieras internas se mantienen favorables.

La inflación anual del IPC se ha elevado por encima de 5% y se prevé que en los próximos meses se ubicará por sobre lo proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*. Los inusuales aumentos de los precios de algunos alimentos, tanto perecibles como no perecibles, no solo han persistido, sino que se han intensificado. Los no perecibles también han contribuido a incrementar la inflación subyacente IPCXI (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados). Las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria se ubican por sobre 3% anual. No obstante lo anterior, los salarios no han tenido una aceleración adicional en lo más reciente, mientras que la paridad peso dólar ha disminuido en las últimas semanas. Las expectativas de inflación a mediano y largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3% anual, lo que es coherente con un aumento transitorio de la inflación.

La trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada. De particular importancia será el desarrollo del escenario internacional, la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios, especialmente la trayectoria de los salarios y las expectativas de inflación de mediano plazo, así como la evolución de la brecha de capacidad."

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



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI
Presidente



MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero



JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



ANDRÉS VELASCO BRANES
Ministro de Hacienda



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fés