



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 115 celebrada el 13 de noviembre de 2007

En Santiago de Chile, a 13 de noviembre 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 la señora Ministro de Hacienda Subrogante,
doña María Olivia Recart Herrera.

Asisten también:

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

El Presidente señor Vittorio Corbo da cuenta que el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco no asistirá a la Sesión del día de hoy, ya que en razón de su cargo debe concurrir al Congreso Nacional para tratar el Presupuesto para el año 2008.

Asimismo, indica que la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de mayo de 2008, será el jueves 8 de ese mes y que corresponderá asistir al Senado el día miércoles de la semana siguiente.

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 Beresi y, en la parte nacional, por el Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo Weinberger.

42



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

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que entre los aspectos destacados para esta Reunión, cabe considerar que se refuerzan las expectativas de una desaceleración en el crecimiento mundial, a pesar de las cifras favorables que se han observado para el tercer trimestre en las economías desarrolladas. Indica que en Estados Unidos de América esto se debe al recrudecimiento de las preocupaciones respecto de los alcances que tendría la crisis *subprime* en los estados financieros negativos de los bancos; las mayores exigencias en la entrega de créditos; y las restricciones que permanecen, e indica que se suman a ello los elevados precios de los energéticos, particularmente el precio del petróleo. Agrega que frente a esta situación la Reserva Federal recortó su Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, y posteriormente logró inyectar liquidez adicional a los mercados. Indica que el mercado ajustó nuevamente sus perspectivas ante el anticipo de un nuevo recorte de la tasa *Fed Found* en los próximos meses.

Por otra parte, las perspectivas para la Tasa de Política Monetaria en la Zona Euro y Japón se mantienen sin cambios significativos. Lo anterior, en el contexto de tasas de interés de largo plazo, que han caído de manera significativa en torno a 35 puntos base en el caso de Estados Unidos de América en el último mes; 20 puntos base en la Zona Euro, y una magnitud similar en el caso de Japón. En tanto, continúa la baja del valor del dólar en los mercados internacionales, ya que en lo que va del año el dólar multilateral ha perdido un 10% de su valor. Los mercados emergentes también han dado cuenta o sentido los efectos de las mayores preocupaciones en los mercados internacionales durante el último mes, lo que se ha reflejado en aumentos de volatilidad e incrementos de *spreads*.

Indica el Gerente señor Lehmann que en materia de *commodities* el petróleo se ha acercado a US\$ 100 el barril, ante el aumento de los riesgos geopolíticos y preocupaciones por el bajo nivel de *heating oil* al inicio de la temporada de invierno.

Por su parte, el precio del cobre desciende 14%, hasta el día de ayer frente a preocupaciones por la debilidad de la demanda norteamericana por este metal.

Señala el señor Lehmann que en el cuadro resumen que presenta, en términos de indicadores para Estados Unidos de América, se aprecia que en éstos predominan las noticias negativas, lo que está asociado por ejemplo, al sector construcción, venta de casas, permisos de construcción, y también algunos indicadores relacionados a órdenes por la compra de bienes durables, y también se desprende que la confianza de consumidores está cayendo igualmente que el precio de viviendas. Asimismo, el ISM también está bajando más de lo previsto. Por otra lado, algunas noticias positivas que todavía se están analizando, se encuentran vinculadas particularmente al mercado laboral, creación de empleo y el PIB del tercer trimestre que también fue por sobre lo anticipado, y algunas indicaciones asociadas al consumo.

Señala el señor Gerente que como se anticipaba, se duplicó el crecimiento del PIB del tercer trimestre en Estados Unidos de América, en que se destaca la composición de distintos elementos que dan cuenta de un crecimiento por sobre lo anticipado. Destaca especialmente que el aumento o composición del consumo continúa siendo un contribuidor importante de las exportaciones netas, el cual se aprecia por sobre lo anticipado. En cuanto al resto de los componentes, éstos no presentan variaciones significativas respecto a lo que se había observado en el segundo trimestre. Indica que sin embargo, continúan disminuyendo las



expectativas para el consumo y las perspectivas futuras. Por su parte, el indicador de consumo personal que tiene una cierta correlación con la confianza de los consumidores, si bien mostró un aumento en el registro del último mes, todo indica que las perspectivas hacia delante deberían ir cayendo, lo que está recogido por la confianza de consumidores del *Conference*, que muestra una caída bastante significativa así como también la confianza construida a partir de la encuesta de la *Universidad de Michigan*.

Asimismo, señala el señor Lehmann que aparecen señales del mercado laboral, que demuestran que si bien las solicitudes de subsidio de desempleo se mantienen relativamente estables, se observa que la tasa de desempleo comenzará a aumentar y tal vez en línea con este comportamiento, las indicaciones a partir de la encuesta de confianza de consumidores que recogen una mayor dificultad para encontrar empleo. Por lo tanto, recogiendo precisamente esta correlación, estima que se debería prever que el desempleo mantuviera algún aumento al menos en los próximos meses. Por otra parte, se observa una caída importante de las utilidades de las empresas y las condiciones crediticias se ven más estrechas, lo que fundamenta la desaceleración de la economía en el cuarto trimestre y el próximo año.

Sin embargo, comenta el señor Gerente de Análisis Internacional que las presiones de precios siguen presentes, no obstante la aceleración que se espera. Indica que el Costo Laboral Unitario, CLU, en doce meses, está relativamente bajo el 2% lo que se explica por el aumento de tecnología. Señala que de todos modos la variación en doce meses se mantiene algo por sobre 4%.

En relación al índice de precios, el señor Lehmann señala que los distintos indicadores para el IPC y medias podadas, a propósito de la canasta del IPC en Estados Unidos de América están algo por debajo del 3%, el IPC subyacente está por debajo del 2% y el PCE está en torno a 1,8%. Hace presente que se ha agregado al gráfico que se comenta, para dar cuenta que las presiones inflacionarias podrían estar presentes aún, dos medias podadas que son publicadas por la Reserva Federal. La primera de ellas muestra un ligero aumento para el último mes, que se calcula sobre la base de la mediana de la inclusión de precios, es decir, la mediana de los precios de la canasta del IPC está en el margen aumentando. La segunda de ellas muestra una distribución truncada que es básicamente eliminar las colas, el 16% que más sube y el 16% que más baja, y eso ha mostrado en el margen un aumento, pero de todos modos ambas lecturas se mantienen entre 2% y 3%.

Respecto a la Zona Euro, señala el señor Lehmann que se cuenta con buenas noticias para el sector industrial, sin embargo, no tan buenas por el lado del sector laboral, ventas industriales y ventas minoristas. De todas maneras, la economía de la Zona Euro mostró dinamismo durante el tercer trimestre y eso se refleja también en algunos indicadores parciales en lo que se refiere a ventas minoristas.

Sin embargo, la confianza de negocios llevaría a una menor actividad en los trimestres siguientes, como se observa en los índices de toda la Zona Euro. En Alemania, Francia e Italia, se observa una caída relativamente importante. Agrega que en la encuesta de confianza se aprecia el menor nivel de los últimos 15 años, lo que refleja una importante desaceleración durante el cuarto trimestre y probablemente con algo más de fuerza durante el próximo año.

En términos de inflación, si bien el IPC subyacente se ha mantenido relativamente acotado, por debajo del 2%, el IPC preliminar muestra un aumento importante, algo por debajo del 3% y el IPC muestra también un aumento importante.

4



Indica el señor Lehmann que para Japón los indicadores son más débiles durante este mes, asociados a las perspectivas de crecimiento algo más débiles hacia delante. Agrega que el PIB de Japón para el tercer trimestre fue de 2,6%, valor por sobre lo previsto, ya que se esperaba un 2,8%. Sin embargo, el segundo trimestre fue revisado hacia la baja. La inflación sigue en el plano negativo y la tasa del Banco de Japón se mantuvo.

Hace presente el Gerente de Análisis Internacional que respecto a *commodities* existen variaciones durante el último mes con respecto a la última Reunión de Política Monetaria. El cobre, como ya se adelantaba, cae en 14%, el petróleo aumenta 17% y la gasolina casi 20%.

En el caso de los granos, se presentan comportamientos dispares: el trigo cae, el maíz sube, la celulosa y el molibdeno muestran movimientos relativamente pequeños.

Agrega que de forma generalizada los inventarios de *commodities* se ubican en nivel bajo, con niveles de mínimo histórico, lo que no es solamente aplicable para el caso del cobre y petróleo, sino que también para el caso del maíz y el trigo. El precio del petróleo se aproxima a sus máximos históricos, mientras el precio del cobre retrocede. Tal como se observó en la Reunión anterior, aquí se está considerando una canasta de monedas sobre la base de los principales consumidores de *commodities*. En el caso del cobre se presentan caídas los últimos días y detrás de los movimientos del precio del petróleo se observan factores vinculados a la demanda y a los niveles de inventario.

En cuanto al precio del cobre, menciona el Gerente señor Lehmann, éste se revisa al alza. Para el año 2008 se está haciendo una corrección a US\$ 3, desde US\$ 2,75, sin embargo indica que todavía no están del todo recogidas las noticias en torno a la evolución más reciente del cobre. Agrega que durante las últimas jornadas, con la excepción de hoy, el cobre ha mantenido más bien una trayectoria hacia la baja. Estima que la razón fundamental para revisar este precio está asociada a la información sobre producción para el próximo año de Cochilco y de empresas que dan cuenta de una producción que sería 4% por debajo de la que se preveía. Eso daría cuenta de un mercado más estrecho sobre la base del escenario base. Agrega que sobre la base de demanda de metal, se observa que China informa que el mercado para el próximo año podría estar deficitario y por lo tanto, sostener precios en torno a US\$ 3, lo que llevó a corregir la proyección para el 2008, pero en la información más reciente podría modificarse.

El Gerente de Análisis Internacional se refiere a las proyecciones para el petróleo, señalando que los datos están muy alineados con la información del Departamento de Energía de Estados Unidos de América para este año y por consiguiente se cuenta con proyecciones más recientes y por ello, con toda seguridad, los precios que se han considerado son más altos que el de los bancos de inversión. Asimismo, señala que en el caso del cobre sucede algo similar, en términos que para el año 2007 se está más o menos alineados y para el año 2008, algo desalineados, más conservadores respecto a la mayor parte de los bancos de inversión, y particularmente respecto a Cochilco.

En cuanto a los movimientos de Tasa de Política Monetaria, el Gerente señor Lehmann muestra una gráfica de cómo han ido cambiando las perspectivas desde el mes de septiembre hasta la fecha, en función de las probabilidades de recortes a partir de la Tasa de Política Monetaria de Estados Unidos de América, las que se han ido ubicando hacia la baja, en la medida que han estado recrudesciendo las preocupaciones por el crecimiento, así como también recogiendo los recortes que la Reserva Federal ha estado efectuando. Señala que si bien la mayor parte de los Analistas plantea una mantención, si uno suma las probabilidades de



recorte, la mayoría del mercado está esperando un recorte para la próxima reunión de la Reserva Federal a mediados de diciembre de este año.

En cuanto a las tasas largas, señala el señor Gerente que éstas caen de manera significativa. La tasa nominal y la real llevan a una compensación inflacionaria que se mantiene relativamente estable. En el caso de Europa y Japón, se presentan caídas relativamente importantes en las tasas a 10 años plazo. El dólar por su parte, continúa perdiendo terreno frente a las principales monedas. El dólar multilateral presenta una tendencia importante hacia la depreciación. Por consiguiente, vemos alzas del Yen, la Libra Esterlina y el Euro, lo que ubica a esa divisa en el mínimo histórico, pero en una perspectiva un poco más larga. Señala que se ha observado desde el año 1990 al 2007 e indica que existe el récord del menor nivel del dólar en términos multilaterales de los últimos 17 años. Señala que en el caso particular del Euro, comparado con el Marco Alemán para hacer el efecto de empalme correspondiente, en los máximos históricos o al menos mirado desde los años 90, en el caso del Yen se tiene bastante más variabilidad, pero claramente se está mirando una situación excepcional en términos del grado de depreciación que mostró el Dólar.

El Gerente de Análisis Internacional señala que, por su parte, la paridad cambiaria aumenta fuertemente los últimos días. Por su parte, el *spread* entre *Libor* 90 días y Tasa de Política Monetaria ha tendido a caer, y debería tender a normalizarse durante el año 2008. Indica que esto ocurriría tanto en Estados Unidos de América como en Europa, de acuerdo a lo que se recoge en los futuros.

Finalmente, comenta el Gerente señor Lehmann que el Dólar pierde valor según la información recogida respecto a una canasta importante de monedas, además predomina en el último mes una caída de las bolsas y, si bien se observan algunos aumentos, durante el último año han predominado las caídas de éstas, como es el caso de la Bolsa de Estados Unidos de América, Chile y también México.

En relación a la caída de las utilidades de las empresas, el Consejero señor Enrique Marshall señala que le parece que sería interesante hacia delante conocer el desglose de estas cifras para determinar cuáles corresponden a bancos, ya que están haciendo provisiones muy grandes. Agrega el Consejero señor Marshall que tiene la impresión que estas cifras están muy determinadas por las operaciones de los bancos.

El Gerente señor Lehmann señala que sería posible efectuar esta separación, ya que de los gráficos que se muestran se aprecia que es probable que gran parte de la baja inmobiliaria esté influenciada en gran medida por la caída de los bancos. Agrega el señor Lehmann que también habría que desagregar de las cifras la situación de las empresas constructoras para saber qué está sucediendo con ese sector.

En relación a las variaciones que se han observado en los *commodities*, tales como cobre, petróleo, gasolina, trigo, maíz, el Consejero señor Jorge Desormeaux consulta si el Gerente señor Lehmann puede explicar la razón por la cual los inventarios están bajos.

El Gerente señor Lehmann señala que existe una combinación de factores para explicar esta situación. Indica que efectivamente la demanda se ha mantenido sólida, particularmente de parte de las economías emergentes; elevada en el caso de Estados Unidos de América donde ha habido algunos problemas de producción y la oferta no ha respondido en



línea con la evolución que ha mostrado la demanda. Agrega, que se especula respecto a eventuales decisiones que la OPEP podría tomar respecto a su producción, pero la sensación del mercado es que la producción es débil, y que no está respondiendo a la evolución que ha mostrado la demanda y eso está detrás de los inventarios y por debajo de lo que se había observado en meses pasados. Lo anterior también está vinculado con los efectos que ha tenido la demanda de gasolina, porque como las refinerías han estado satisfaciéndola, no han tenido suficiente espacio para responder a la necesidad de acumular inventarios de calefacción al inicio del período y no han logrado constituir suficientes inventarios al inicio de esta temporada.

El Gerente de División Operaciones Financieras consulta si el alto precio del petróleo y de la gasolina obedecería más bien a sorpresas por el lado de la demanda o de la oferta.

El señor Lehmann señala sobre el mismo tema que, en primer lugar, la demanda ha sido más alta que lo que se preveía, aún cuando se espera una caída, pero indica que la sorpresa es que se ha mantenido sólida, no obstante los precios significativamente altos, y en segundo lugar, la oferta no ha ido acompañando a la demanda como probablemente se pudiese haber anticipado, dado los precios que se observan en el mercado. Agrega que también se cuenta con aumentos de riesgos geopolíticos, lo que no es del todo anticipable, pero tampoco es tan sorprendente y se sabe que en esa época del año hay condiciones climáticas más adversas. En el caso de la gasolina, el precio también ha aumentado en línea con la evolución que ha tenido el precio del petróleo, asociado en parte a la mantención de las refinerías.

El Gerente de División Estudios Subrogante, señor Igal Magendzo indica que cree que cuando los inventarios están estrechos, el precio debiera ponerse más sensible a noticias geopolíticas, y entonces es posible que lo que se observa sea la reacción a una situación geopolítica más complicada en un contexto de inventarios más ajustados.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que también ha influido en esta materia los temporales en el Mar del Norte y no solamente las condiciones climáticas en el Golfo de México.

Sobre este tema, el Gerente señor Lehmann señala que actualmente la oferta de petróleo del Mar del Norte es pequeña en relación al nivel mundial y en situaciones de mucha estrechez cualquier noticia en ese ámbito tiene importancia.

El Consejero señor Jorge Desormeaux consulta si existe alguna opinión sobre el impacto que puede tener el descubrimiento de petróleo en Brasil.

El señor Lehmann indica que se ha analizado detalladamente este tema, y señala que podría ser significativo, puesto que las noticias que se han recogido es que se trata de reservas bastante importantes lo que podría generar un impacto en la oferta, cuya magnitud en este momento no podría dimensionar.

El Presidente señor Vittorio Corbo consulta qué sucede en el caso del petróleo para el año 2008.

hp



Indica el señor Lehmann que respecto al petróleo para el año 2008, éste tiene una corrección muy significativa de alrededor de US\$ 12. Señala que en la gasolina también se habla de una revisión bastante significativa, de casi 10% tanto para el año 2008 como para el 2009. En cuanto a la revisión para el año 2007 es algo menor. Comenta el señor Lehmann que en el caso de otros *commodities* no hay revisiones significativas, por tanto el escenario se mantiene.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que más que el nivel del precio del petróleo, lo que importa es su dinámica. Por lo tanto, más que una mala noticia del precio del petróleo, desde el punto de vista inflacionario en el horizonte de política, lo que importa es el precio que baja desde US\$ 88 a US\$ 82. Esto significa que en la proyección anterior desde US\$ 76 a US\$ 74, se tiene que ver la dinámica completa, ya que puede entregar un punto de vista con una implicancia positiva sobre la inflación. Agrega que esto depende mucho de la trayectoria supuesta en el horizonte de proyección para el precio del petróleo.

El Consejero señor Manuel Marfán, sobre el tema de los *commodities*, señala que en Chile también se produce trigo y maíz e indica que el trigo temprano empieza en el mes de diciembre y el otro en febrero, por lo cual el precio de esos bienes tiende a desvincularse del precio internacional.

El Gerente de División Estudios Subrogante, respecto al tema del trigo, señala que se ha estado indagando sobre la vinculación del precio interno del trigo con el externo, pero al parecer efectivamente habría cierta evidencia que en los meses de verano el precio en Chile tiende a desvincularse, o es algo menor que el precio internacional, pero es muy poco significativo y probablemente habría que trabajar mejor los datos. Agrega que por el momento no está incorporado en el escenario central de proyección.

En cuanto a la depreciación del Dólar frente a monedas como el Yen, Euro, y otras, consulta el Vicepresidente señor De Gregorio si usando la composición de monedas hacia atrás se puede reconstruir la situación pasada del Euro.

El Gerente señor Sergio Lehmann señala que se puede reconstruir y respecto al Dólar Australiano, el Dólar Neozelandés, Peso Chileno, Peso Mexicano, Real Brasileño, se observan tendencias hacia la apreciación de esas monedas en el margen. Sin embargo, se observa algún aumento, particularmente en el caso del Peso Mexicano y del Peso Chileno. En el caso de otras monedas, hay un comportamiento parecido.

El Presidente señor Corbo comenta que es importante destacar que México ha tenido una pérdida persistente en términos de intercambio, a diferencia de Chile, y que ellos tienen una competencia en razón de la muy fuerte competencia de China.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que para México la paridad Peso Mexicano/Dólar es casi lo mismo que el tipo de cambio de canasta.

40



El Gerente de Análisis Internacional señala que en el caso de Chile gran parte del aumento de *spread* soberano chileno está asociado al aumento de *swap spread*.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que no le extraña que esté aumentando el premio soberano de Chile porque si el principal riesgo que se percibe es un riesgo de tipo financiero, hay economías que son financieramente más vulnerables y Chile no lo sería porque cuenta con grandes reservas de superávit fiscal. En cambio, en el caso de México, Brasil y Rusia, estas economías han estado muy asociadas al servicio de condiciones financieras internacionales. Agrega que no sabe si esta hipótesis es correcta o no, ya que faltan otros países para considerar en la muestra. Cree que lo que se debería esperar, si esto fuera correcto, es que China permanezca en calma, lo que no es efectivo, porque ese país no debiera ser motivo de desconfianza por la cantidad de reservas que tiene y su superávit en cuenta corriente. Agrega que Chile ha sido más bien sensible a *shocks* de términos de intercambio que a *shocks* financieros en los últimos años, a diferencia de esos otros países.

El Presidente señor Corbo señala que estima que la situación de Turquía podría dar más información sobre el particular porque presenta dificultades por el lado financiero, a diferencia de lo que ocurre con China.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Jadresic agrega a lo anterior que el aumento del premio soberano chileno se asocia a estas mayores preferencias por instrumentos más líquidos y no a un aumento del riesgo soberano propiamente tal, ya que éste está totalmente plano.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios sobre la parte internacional.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que las proyecciones de crecimiento se han ajustado muy marginalmente, observándose por el momento, escenarios de riesgos más que cambios en las medidas de tendencia central, las que siguen manteniéndose en los mismos términos.

El Presidente señor Corbo señala sobre el particular, que también hay anticipos de mucho menos crecimiento, y que incluso en su presentación al Senado de Estados Unidos de América, el Presidente de la Reserva Federal fue muy explícito, señalando que el crecimiento del cuarto trimestre era negativo, como asimismo todos los indicadores económicos o industriales del cuarto trimestre.

El Gerente de Operaciones Financieras señor Jadresic expresa que se observa una aparente e importante discrepancia entre la opinión de la Reserva Federal y la de los mercados en cuanto a que éstos están esperando bajas adicionales de tasas y la Reserva Federal, por su parte, ha informado de un sesgo más bien neutral con algo más de preocupación por la inflación. Sin embargo, en los mercados se refleja en las tasas cortas. Las tasas largas han caído fuertemente, los *spreads* soberanos han subido, y pareciera que hay algún aspecto que tendrá que resolverse.



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

El Gerente señor Magendzo señala que en los mercados financieros nacionales destacó el cambio en las expectativas, respecto de la evolución de la Tasa de Política Monetaria tras la publicación de los datos de actividad e inflación a comienzos del mes de noviembre. Agrega que ello implicó que el mercado anticipe que no habrán nuevos movimientos de la Tasa de Política Monetaria en lo que resta del año, considerando que se preveía un aumento de 25 puntos base, comportamiento que se deduce tanto de los precios de los activos financieros como de las tasas *swap* y de las distintas encuestas a operadores financieros y analistas. Señala que la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas de noviembre prevé que no habrá movimientos de la Tasa de Política Monetaria durante todo el año 2008, y solo se espera un aumento de 25 puntos base durante el 2009.

Menciona el señor Magendzo, que la tasa de crecimiento anual del crédito se mantuvo relativamente estable, con un mayor dinamismo del crédito para la vivienda y uno relativamente menor del de consumo, en línea con lo observado en los meses anteriores. Asimismo, los resultados de la encuesta de condiciones crediticias del tercer trimestre mostraron que las instituciones bancarias restringieron los estándares de aprobación de créditos para la mayoría de los segmentos, alcanzando inclusive a las grandes empresas. Indica el señor Gerente que la demanda, en tanto, mantiene su crecimiento, aunque en los créditos de consumo se detecta un cierto debilitamiento, asociado al nivel de endeudamiento que ya han alcanzado los hogares. Por su parte, los agregados monetarios muestran tasas de crecimiento anual algo mayores que las del mes anterior, pero con velocidades de expansión que se reducen levemente.

Hace presente también el señor Magendzo, que el tipo de cambio nominal ha fluctuado durante el último mes en torno a \$500 por dólar. No obstante, en lo más reciente, el peso chileno se ha depreciado respecto del dólar y de la generalidad de las otras monedas, respondiendo a las noticias de actividad e inflación y sus implicancias sobre la trayectoria esperada de la Tasa de Política Monetaria. Agrega que al cierre del Informe que presenta, la paridad peso/dólar está en un nivel 0,9% superior al que se registraba al momento de la Reunión del mes de octubre pasado. Por otra parte, considerada una canasta más amplia de monedas (TCM), dicha variación es de 2,6% y, excluido el dólar de dicha canasta (TCM-X), es de 2,4%. El tipo de cambio real (TCR), a su vez, se ubicó en 91,8 en octubre, 1,8% menor al valor de septiembre y su valor spot sería aproximadamente de 93,0.

Por otra parte, el señor Magendzo menciona que el Imacec del mes de septiembre aumentó 2,8% anual, 4,4% considerando el efecto calendario de dos días hábiles menos, valor por debajo tanto de la proyección del mes pasado como de lo esperado por el sector privado. Agrega que, por sectores, la mayor actividad de minería y la mantención del dinamismo de transporte y comunicaciones fueron, en gran medida, compensadas por el negativo aporte de EGA e industria, a lo que se sumó el magro desempeño del comercio, en línea con el bajo crecimiento de los indicadores mensuales de consumo.

Señala el señor Gerente, que el crecimiento de la actividad del mes de septiembre, aunque bajo en relación con los meses anteriores y especialmente con el primer semestre del año, no es, en sí mismo, un indicador a partir del cual puedan extraerse tendencias para la evolución de la actividad en los meses siguientes. Agrega, que si bien se contabilizan sólo dos días hábiles menos respecto del año anterior, en la práctica es posible



BANCO CENTRAL DE CHILE

incluso plantear que el número de días trabajados fue menor, dada la extensión de la celebración de fiestas patrias, con lo que el efecto calendario podría ser mucho mayor que lo estimado. Indica, que el número de horas trabajadas en el mes apoya esta evaluación. De hecho, el número de horas que se trabajó en septiembre es comparable a lo que se trabaja en promedio durante enero y febrero, lapso en que la mayor parte de los trabajadores hacen uso de su período de vacaciones. Menciona que cada día hábil menos de trabajo tiene un impacto del orden de 0,5 punto porcentual sobre la actividad del mes.

Indica el señor Magendzo que, considerando el promedio de los Imacec publicados en el tercer trimestre, la actividad habría crecido 3,8% anual, la menor tasa del año, lo que confirmaría la materialización del riesgo contemplado en el último *IPoM*, de una actividad con un crecimiento menor al considerado en el escenario base. Agrega, que gran parte de la desaceleración del trimestre se explica por el débil desempeño de sectores ligados a recursos naturales tales como minería y electricidad, gas y agua, aunque también alcanza a otros sectores como industria y comercio. De esta forma, el crecimiento de la segunda mitad del año se estima será inferior al que se verificó en la primera mitad del año 2007, con lo que se prevé que el incremento anual del PIB estará por debajo del rango de 5,75%-6,25% que se proyectó en el mes de septiembre. Hace presente que la información disponible parece apuntar a que las holguras de capacidad serían mayores que lo previsto en el *IPoM*.

Menciona el señor Magendzo que en septiembre los indicadores de consumo privado tuvieron tasas de crecimiento anual inferiores a las del mes anterior y a las del segundo trimestre del año. El nivel del consumo, luego de dos años de crecimiento significativo, se estabilizó desde mediados de año y los riesgos respecto de su evolución se han acentuado. Comenta que algunos de sus determinantes se aprecian menos favorables: las condiciones crediticias se han vuelto más restrictivas; el crecimiento del empleo ha perdido dinamismo y el ingreso de los privados se ha deteriorado, producto de la alta inflación y el menor crecimiento. A ello se puede agregar que los indicadores de expectativas de los consumidores se ubican en niveles más pesimistas que a comienzos de año y que se produjo una alta acumulación de existencias en el tercer trimestre. Agrega el señor Gerente mencionado que todo lo anterior configura un panorama donde ha aumentado el riesgo que el consumo privado no retome dinamismo en el trimestre en curso. Señala que no obstante, existen argumentos que matizan este riesgo, en particular que las importaciones de bienes de consumo han seguido mostrando un crecimiento importante en la segunda mitad del año, más allá de una relativa moderación en septiembre. En todo caso, se estima que en el escenario más probable, durante este trimestre el consumo retomarías tasas de crecimiento algo mayores que en el trimestre recién pasado.

Por el lado de la inversión, indica el señor Magendzo que se han acumulado algunos datos favorables en el último mes. Las importaciones de bienes de capital del mes de octubre tuvieron un aumento importante respecto del mes anterior, manteniéndose en niveles elevados. A su vez, el catastro de inversión de la CBC de septiembre reflejó incrementos significativos en la inversión total para el trienio 2007-2009. Menciona que las correcciones para el año corriente en su conjunto son relativamente leves, principalmente con un cambio en el perfil de la ejecución entre los trimestres. Para el 2008 y 2009, en cambio, las correcciones son más importantes, promediando aumentos del orden de 35% anual. Por el lado del comercio exterior, a los ya mencionados incrementos de las importaciones de bienes en octubre, se sumó una recuperación importante de las exportaciones mineras e industriales en igual período.

Por el lado del mercado laboral, menciona el señor Magendzo, se observa que el empleo total siguió creciendo a tasas anuales cercanas a 3%, aunque con una velocidad de expansión próxima a cero. El cambio de composición del empleo ha continuado, con un empleo asalariado que sigue creciendo cerca de 5% anual y un empleo por cuenta propia que registra por segundo mes consecutivo una variación negativa de menos 1,1% anual. Respecto del

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

desempleo, los datos de septiembre mostraron, por tercer mes consecutivo, un incremento de la tasa de desempleo que, eliminada estacionalidad, avanzó hasta 7,0%, más 0,2 punto porcentual respecto del mes previo, acumulando un aumento de 0,7 punto porcentual desde el trimestre móvil terminado en junio de este año. Señala que este mayor desempleo se da en un contexto donde la fuerza de trabajo siguió aumentando, alcanzando la mayor variación desde hace dos años, 2,3% anual, con un leve incremento mensual, luego de tres meses de descensos. Esta mayor fuerza de trabajo genera holguras en el mercado laboral, aliviando presiones en el aumento de los salarios. Por otra parte, los datos de la Asociación Chilena de Seguridad muestran que el empleo sigue creciendo a tasas anuales elevadas, 7,4% en septiembre y los datos reportados por la encuesta de ocupación y desocupación de la Universidad de Chile, entregan un panorama en que la tasa de desempleo desestacionalizada del Gran Santiago se mantuvo constante entre junio y septiembre de este año, distinto a lo que se obtiene del INE, en que se observa un descenso en igual período. Para el empleo, ambas encuestas arrojan un panorama similar, con tasas de variaciones anuales que, prácticamente, se mantienen entre junio y septiembre, aunque en niveles diferentes.

Hace presente el señor Gerente que en el mes de septiembre los salarios nominales tuvieron un aumento moderado en su tasa de variación anual, mientras el crecimiento de los CLU se redujo. Agrega que el IREM creció 8,2% anual, 8% en agosto y el CMO aumentó 5,9%, 5,7% en agosto. Los salarios nominales de la Asociación Chilena de Seguridad mostraron un fuerte incremento respecto al mes anterior 7,3% anual, 5,6% en agosto, siendo el sector construcción el que más creció. Asimismo, la velocidad trimestral de los salarios nominales volvió a aumentar, aunque muy influida todavía por la gran aceleración de los salarios en julio. En términos reales, el IREM y el CMO registraron descensos relevantes en sus tasas de crecimiento anual, dado el alto registro de inflación de septiembre, llegando a 2,2% y 0%, respectivamente. Señala que el IREM y el CMO, que excluyen EGA, minería, servicios comunales, sociales y personales, exhibieron incrementos moderados en su variación anual, ubicándose en 7,6% y 6%, respectivamente. El IREM ponderado por CMO mostró un comportamiento similar al de los otros indicadores de salarios nominales, aumentando 5,5% anual en septiembre, 5,3% el mes previo. La tasa de crecimiento de los CLU se moderó, pasando de 3,9% a 2,2%. En este cambio incidió el aumento de la productividad medida asociado con la ya comentada reducción de las horas trabajadas en el mes de septiembre. La velocidad, en cambio, continuó en aumento, aunque influenciada por el mismo efecto que explica el aumento de la velocidad de los salarios.

Menciona el señor Magendzo que en el mes de octubre, el IPC tuvo una variación mensual de 0,3%, cifra de 0,2% para el IPCX y de 0% para el IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 6,5%, mientras el del IPCX e IPCX1 alcanzaron a 5,1% y 5,7%, respectivamente. Por su parte, la velocidad trimestral del IPCX1, siguió aumentando en octubre, pero en términos mensuales se revierte parcialmente el aumento de los meses previos.

Señala que otras medidas de tendencia inflacionaria registraron movimientos mixtos. Las medias podadas, MPG y MPA, crecieron en torno a 5%, mientras el TMVC alcanzó a 3,6% anual. Por su parte, tanto el IPC que excluye los precios de la energía y los alimentos como el IPCX1 sin alimentos, registraron descensos moderados en sus tasas de variación anual, llegando a 2,0% y 2,8%, respectivamente. En el mes de octubre se mantuvo estable la variación anual del IPC de bienes y disminuyó levemente la variación del IPC de servicios, ambas medidas en su versión subyacente.

Menciona también el señor Magendzo que las expectativas de inflación no tuvieron cambios significativos, respecto de la Reunión anterior, manteniéndose cerca de 3% para el horizonte de política monetaria. Sin embargo, durante el mes presentaron incrementos



importantes que se revirtieron total o parcialmente tras conocerse el IPC del mes de octubre, el que resultó menor a lo esperado por la generalidad del mercado financiero. Este fenómeno fue especialmente notorio en aquéllas de menor plazo. Señala que en el caso de la Encuesta de Expectativas Económicas de noviembre, el principal cambio es un aumento de la inflación esperada para diciembre del 2008 desde 3,3% a 3,4% anual. Por su parte, a uno y dos años plazo, las expectativas se mantienen en 3,5% y 3,0% respectivamente. La encuesta a los operadores de mesas de dinero prevé una inflación a un año plazo de 3,60%, 3,55% en octubre, proyección que a dos años se ubica en 3,35%, 3,25% en octubre. Por último, señala que las medidas indirectas de expectativas de inflación que se derivan de los precios de los activos financieros, se ubican en niveles similares a los de la Reunión de Política Monetaria del mes de octubre para el mediano plazo, pero aumentan a plazos mayores. Así, la compensación inflacionaria de 1 en 1 alcanza a 2,85%, 3,07% en octubre y la de 3 en 2 se ubica en 3,45%, 3,31% en octubre y la compensación 5 en 5 aumentó a 3,33%, desde 3,18% el mes anterior.

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

El Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo señala que presentará un ejercicio que fue solicitado por el Vicepresidente señor José De Gregorio, consistente en una simulación conforme al Modelo Económico de Proyecciones, MEP, en que se aplica un *shock* al tipo de cambio nominal para observar cuál es su implicancia sobre la inflación y por tanto, la reacción de política monetaria frente a ese evento.

Menciona el señor Magendzo que esta simulación consta de un escenario base que era el IPoM y tres *shocks*, siendo el primero de ellos aquél en que el tipo de cambio baja, llegando prácticamente a \$500 por un trimestre, y luego se devuelve según la dinámica del modelo. Posteriormente, existe un segundo *shock* donde el menor valor del tipo de cambio se hace persistir por un año, y por último, otro donde el menor tipo de cambio se mantiene por dos años.

De este ejercicio se aprecia que en el caso más extremo, que es el tercer evento, el efecto sobre la inflación es de 1,5 puntos, mientras que en el caso más transitorio, que es el evento primero, es de alrededor de 7 décimas, y se revierte dependiendo de la transitoriedad del *shock*. Ello está en línea con el *passthrough* que se tiene en mente, esto es 10% en el corto plazo, 20% un año y de ahí en adelante tiende a estabilizarse en alrededor de 25%. Agrega el señor Magendzo, que la reacción de política monetaria se hace significativa solamente cuando el *shock* es muy permanente con una disminución de 50 puntos base respecto del escenario central, mientras que si el *shock* es algo más transitorio, podría justificarse una disminución cercana a 25 puntos base, aunque esto no es del todo claro. Por su parte, si el *shock* se percibe como transitorio, no habría una reacción de política.

Finalmente, comenta el señor Magendzo que lo que se está observando con los datos a esta fecha es que este escenario se estaría pareciendo a un *shock* más bien transitorio, pero aún es demasiado prematuro para emitir un juicio definitivo.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García consulta si lo expresado por el señor Magendzo significa que si se deshace el *shock* inicial de un trimestre, tendría un impacto de 75 puntos base en la Tasa de Política Monetaria.

El Gerente señor Magendzo señala que ello no es así, ya que esa situación se produciría cuando el *shock* dura un año.



El Consejero señor Manuel Marfán menciona que no le hace sentido el ejercicio, porque si analiza el gráfico se aprecia que corresponde a la Tasa de Política Monetaria Nominal, aparece que prácticamente no tiene efecto en el corto plazo, y durante casi todo el período está más bien por sobre lo que sería la trayectoria del escenario base. En consecuencia, consulta por qué razón sube, ya que entiende que la variación nominal del tipo de cambio se hace más positiva posteriormente.

El señor Igal Magendzo indica que lo afirmado por el Consejero señor Manuel Marfán es efectivo. Agrega, que la Regla de Taylor tiene inflación, no el nivel de precio, por tanto las pérdidas no tienen casi ningún efecto sobre la tasa y son las variaciones positivas que se producen, a las cuales reacciona la tasa.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que como no se utiliza una Regla de Taylor estricta, sino que un *forward look*. La ganancia de inflación que se tiene hoy sólo afecta en la medida que baja la tendencia futura, y afecta más fuertemente después a la pendiente creciente de tipo de cambio. Especulando, agrega, que si se usara una Regla de Taylor con los valores corrientes, debería ser más alta la ganancia de inflación incluso en el escenario de la Tasa de Política Monetaria nominal que es probable que tenga más expansividad.

El Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel menciona que la Regla de Taylor en el Modelo Económico de Proyección mira hacia adelante. Agrega que el mismo caso que se discutió antes, es que puede ser buena noticia que el precio del petróleo suba en forma persistente y luego haya inflación alta y en el horizonte de política nuevamente baje y se produzca deflación. Señala que si en forma muy rígida el Banco Central se preocupase solamente de la inflación en el mes 13 y 24, y se supiera con certeza absoluta que después de la inflación viene una gran deflación, entonces sucedería lo que se ha comentado.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que si bien es cierto que lo que está comentando el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel es lo que presenta el ejercicio, estima que constituye un error apreciarlo de la manera que se está haciendo, ya que transforma los *shocks* en persistentes.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que, en su opinión, existen dos implicancias. La primera de ellas, es la manera de hacer proyecciones para una meta de inflación *headline* que, atendida la incertidumbre que existe, puede llevar a un resultado complejo en el horizonte a dos años o puede ser muy sensible a esa evolución. Entonces, se pregunta el señor Vicepresidente cómo hacer la proyección más independiente de esa situación. En segundo lugar, menciona el señor Vicepresidente que tiene que haber una implicancia respecto a la regla que se utiliza, porque se trata de una regla mecánica, más que de proyección de inflación. Si se dice que se proyecta la inflación, puede ser proyectar inflación subyacente y eso puede dar una trayectoria bastante más suave y razonable. Efectivamente, pensar que se tiene un *shock* de un año es efecto de la transitoriedad solamente, y pare efectos prácticos es mejor a veces pensar que son cambios persistentes como hoy en el tipo de cambio.



El Presidente señor Vittorio Corbo señala que esta materia debe seguir analizándose.

El Gerente de División Estudios Subrogante señala que en lo que respecta al consumo durable, existen algunas dudas acerca del nivel de la venta de automóviles, ya que el Banco está usando como indicador la información de Servicio de Impuestos Internos, el cual muestra un crecimiento menor que las otras fuentes que se podrían utilizar, tales como ANAC y lo que reporta el INE. Comenta el señor Magendzo que parte importante del consumo durable corresponde a automóviles y está creciendo más bien a tasas reducidas, según las informaciones con que se cuenta, y eso acumula existencias. Sin embargo, según lo informado por el Gerente de Información e Investigación Estadística señor Ricardo Vicuña, en las Cuentas Trimestrales, que se incluye es la consolidación con las importaciones, por consiguiente se observarán indicadores de consumo más altos que los que reporta este Informe.

El Presidente señor Vittorio Corbo indica que quisiera saber si en las Cuentas Nacionales existen indicadores de importaciones mes a mes y no solamente respecto de los automóviles en particular, con el objeto de evaluar si estos indicadores habría que depurarlos, porque si sólo se están usando las mediciones que realiza el Servicio de Impuestos Internos, las cifras difieren de la información que se ha presentado en esta Reunión.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic, manifiesta que a lo mejor el problema que se presenta tiene que ver con deflatores de precios en las cifras del Servicio de Impuestos Internos.

En cuanto a la información sobre la acumulación de inventarios a un año, el Consejero señor Enrique Marshall señala que el año 2005 también se observó una acumulación de inventarios que sorprendió. Sobre este tema, consulta si las cifras ya están ajustadas y si posteriormente ese fenómeno desapareció cuando se efectuaron las revisiones.

El señor Magendzo señala que lo que se ha informado hacia atrás respecto de las Cuentas Nacionales, es lo que efectivamente sucedió, ya que hubo una acumulación de existencias. En todo caso, las cifras no se ven sorprendidas, salvo en el mes de septiembre, cuyas cifras habría que analizar con cautela.

Sobre las expectativas de inflación, el Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión que el mercado tiene bastante interiorizada una proyección de ésta. En consecuencia, estima que si ella se mantiene alta durante varios meses seguidos, más de medio año, cree que se podría correr el riesgo de una pérdida de credibilidad en la meta.

Por otra parte, consulta al señor Presidente si en la reunión de la tarde se podría tener una breve exposición acerca de lo que pasa con la inflación en otros países, puesto que no es algo que habitualmente se analice. Agrega, que se han publicado variados informes de cómo se está acelerando muy fuertemente la inflación en otras economías, como por ejemplo, un artículo del *Economic Intelligent Unit*, que resulta bastante decidor al respecto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 115
Política Monetaria
13.11.2007 15.-

El Presidente señor Vittorio Corbo solicita al *Staff* preparar el documento a que se refiere el Consejero señor Manuel Marfán, a fin de presentarlo al inicio de la Reunión de la tarde.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13.40 horas e informa que la misma se reanuda a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 115.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo W., quien procederá primero a ilustrar con respecto al *shock* de precios de alimentos; sus efectos en otros países; y, las reacciones de política que han tenido lugar.

El Gerente señor Magendzo señala que quisiera hacer una aclaración a una consulta que se le ha formulado respecto a cuánto ha caído el ingreso privado disponible. Indica que los cálculos que se tienen muestran que el tercer trimestre, comparado con el segundo anualizado, presenta una caída de un 10% del ingreso privado disponible, lo que representa alrededor de 2,5% de caída de ingreso trimestre contra trimestre. Agrega que es muy similar a lo que ha ocurrido con la masa salarial.

En cuanto a la consulta respecto a precios de alimentos, señala que el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann acaba de repartir un anexo y abordará ese comentario.

Comenta el Gerente señor Lehmann que el citado anexo es un documento elaborado recientemente por el *Deutsche Bank*, que resume el comportamiento de la inflación en un conjunto de economías emergentes. Indica que muestra la inflación *headline* y la inflación de alimentos en cada uno de esos países. Quiere destacar que en el caso de China, se observa claramente un aumento de la inflación, mostrando para el mes de octubre un 6,5% y la inflación de alimentos de 18%, por lo que sería preciso revisar marginalmente hacia el alza la información sobre inflación en ese país. Agrega que también se observan aumentos de inflación en países de América Latina como Brasil y Perú, como asimismo en algunas economías de Europa emergente como la República Checa y Polonia. Señala que este documento da una mirada bastante completa y general de lo que ocurre con la inflación en distintas economías y lo que busca es mostrar que el aumento de inflación está influido considerablemente por un componente importante como es la inflación de los alimentos.

El Gerente de División Estudios Subrogante, señor Igal Magendzo menciona que este tema se va a observar con mucho cuidado y comenta que adelantándose un poco y pensando en el próximo *IPoM*, este debe ser un tema a abordar de todas maneras, intentando entender los distintos procesos, las distintas economías y también la diferencia de Chile versus otras economías.

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

4



El Gerente de División Estudios Subrogante señor Igal Magendzo señala que en la Reunión de Política Monetaria de octubre, el Consejo acordó mantener la Tasa de Interés de Política Monetaria en 5,75% anual, después de tres incrementos consecutivos de 25 puntos base. En esa Reunión se consideró que el conjunto de antecedentes disponibles sugería que, no obstante la elevada inflación — principalmente producto de los inusuales aumentos de los precios de algunos alimentos — los salarios no habían tenido una aceleración adicional y las expectativas de inflación a mediano y largo plazo se mantenían ancladas en torno a 3% anual. Por otra parte, el crecimiento era menor al proyectado en el último Informe de Política Monetaria, situación que parecía ir más allá del desempeño de algunos sectores específicos, mientras el dinamismo del consumo daba señales de reducirse levemente. Además, se señaló que persistían riesgos de escenarios internacionales adversos. El comunicado respectivo indicó que la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria dependería en particular del desarrollo del escenario internacional, la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios, y de la evolución de la brecha de capacidad.

Señala el señor Magendzo que desde la reunión anterior, las principales novedades son las siguientes:

- En el escenario internacional, se han reforzado las expectativas de una desaceleración en el crecimiento mundial, percepción relacionada, sobre todo para Estados Unidos de América, con el recrudecimiento de las preocupaciones respecto a los alcances de la crisis de créditos hipotecarios *subprime*. Frente a este escenario, la Reserva Federal volvió a recortar en 25 puntos base su Tasa de Política Monetaria y realizó nuevas inyecciones de liquidez. El incremento de las preocupaciones por los alcances de la crisis *subprime* se ha manifestado también en caídas de las tasas de interés de largo plazo en dólares, una depreciación adicional del dólar y aumentos significativos en los premios por riesgo de economías emergentes y empresas de baja calificación de riesgo en Estados Unidos de América.
- Los precios de los bienes primarios se mantienen elevados y el del petróleo WTI incluso ha vuelto a aumentar hasta niveles cercanos a US\$ 100 el barril, lo que incrementa los riesgos para la actividad y la inflación externa e interna. El precio del cobre y de los granos, en tanto, se ha mantenido elevado.
- En los mercados financieros internos, destacó un aplanamiento de las expectativas de movimientos futuros de la Tasa de Política Monetaria después de la publicación de las cifras de actividad e inflación a comienzos de noviembre. El tipo de cambio nominal, en tanto, ha oscilado durante el mes en torno a \$ 500 por dólar, con una cierta depreciación multilateral en las últimas semanas, coherente con el aplanamiento de las expectativas de movimientos futuros en la Tasa de Política Monetaria. Los agregados monetarios y crediticios continúan con tasas de crecimiento anual relativamente estables, mientras que, según la Encuesta de Condiciones Crediticias del tercer trimestre, las instituciones bancarias habrían restringido los estándares de aprobación de créditos.
- El crecimiento de la actividad en septiembre fue de solo 2,8%, llevando a un promedio para el tercer trimestre de 3,8%. El dato de septiembre da cuenta de un bajo dinamismo no solo en sectores ligados a los recursos naturales, sino también en la industria y el comercio. No obstante, es difícil precisar cuánto de este menor incremento evidenciado en la cifra de septiembre responde a un debilitamiento adicional genuino de la actividad y cuánto a un bajo número de días trabajados en el mes, debido a la incertidumbre respecto del trabajo efectivamente realizado en días cercanos a los feriados oficiales. En todo caso, la información hasta ahora disponible apunta a holguras de capacidad algo mayores que lo anticipado en el último *IPoM*. En septiembre, los indicadores de consumo

34



mostraron un bajo dinamismo y confirman que, luego de dos años de crecimiento significativo, los indicadores de consumo privado se han desacelerado considerablemente desde mediados de este año. Sin embargo, la inversión continúa creciendo a tasas elevadas.

- La inflación mensual del IPC de octubre fue menor que la de los meses inmediatamente anteriores y menor que lo proyectado. Pese a esto, persiste un escenario de inflación anual muy por sobre lo anticipado en el *IPoM*, a un nivel muy por encima del límite superior del rango de tolerancia. La variación anual del IPCX1, las distintas medidas de inflación que excluyen energía y alimentos, así como el número de ítems de la canasta cuyos precios suben, revirtieron en el mes su tendencia al alza, aunque en parte por caídas en categorías relativamente volátiles (salud y transporte). Por último, las medidas de inflación que excluyen los ítems que más han variado o los que han registrado mayor volatilidad, continuaron aumentando en octubre.
- Los indicadores salariales del INE aumentaron levemente sus tasas de variación anual, dejando atrás el evento de pronunciada aceleración de salarios de julio. No obstante, en septiembre se produjo un aumento considerable de la variación anual de las cifras de salarios reportadas por la Asociación Chilena de Seguridad. Cabe señalar, que aún no hay evidencia que los salarios estén aumentando por sobre lo que es coherente con las cláusulas habituales de indexación.
- Los indicadores de expectativas de inflación no son muy diferentes de lo que eran en los días previos a la Reunión de Política Monetaria anterior, manteniéndose cerca de 3% a todos los plazos. No obstante, durante el mes algunas medidas presentaron incrementos importantes, que se revirtieron prácticamente en su totalidad tras conocerse el IPC de octubre, el que resultó menor a lo esperado por la mayor parte del mercado financiero.

Señala el Gerente señor Magendzo que la información de los últimos meses ha exacerbado el dilema que enfrenta la política monetaria. Por una parte, la inflación anual se ha ido elevando en el transcurso del año y, por otra parte, hay signos de debilitamiento de la actividad y del consumo durante el tercer trimestre, cuya persistencia es aún incierta. En este contexto, y con los antecedentes disponibles a esta reunión, las opciones que parecen plausibles son mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, o bien aumentarla en 25 puntos base.

Agrega que la principal justificación para aumentar la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión, al igual que en las Reuniones anteriores, continúa siendo el riesgo de persistencia del fenómeno inflacionario. Si bien los precios de algunos alimentos no perecibles –cuyo aumento durante los últimos meses fue mucho más persistente e intenso que lo previsto en el último *IPoM*– comenzaron a reducir sus tasas de incremento, se suman ahora aumentos inesperados y de magnitudes importantes en los precios de combustibles, en línea con los precios internacionales de referencia. La persistencia y eventual intensificación de aumentos en el precio internacional del petróleo constituye un riesgo importante al alza para la inflación. Cabe señalar, comenta el señor Magendzo, que las medidas de tendencia inflacionaria que excluyen los ítems que más han variado o los más volátiles, también han continuado aumentando, ubicándose en los niveles más elevados desde el 2001.

Comenta el señor Gerente, que también se puede argumentar a favor de un aumento de la Tasa de Política Monetaria para reducir riesgos de posibles efectos de propagación que hagan peligrar la consecución de la meta de inflación en el horizonte de política. En primer término, a los fuertes aumentos de salarios reportados por el INE en julio –pero que no se repitieron en agosto y septiembre– se sumaron ahora aumentos en los salarios



reportados por la Asociación Chilena de Seguridad para septiembre. Respecto del riesgo de inflación de salarios, indica que cabe reiterar la importancia que cobra el próximo reajuste del sector público como efecto señal para el resto de la economía. En segundo lugar, en el curso del último mes, algunas medidas de expectativas de inflación a uno y dos años plazo tuvieron un incremento importante, aunque transitorio, llegando por unos días a niveles que no parecen ser coherentes con la meta de inflación. Estas expectativas seguramente se vieron afectadas al alza por los elevados registros de inflación de los meses previos a octubre, junto con el aumento del precio de los combustibles. En este contexto, agrega el señor Magendzo, subir la Tasa de Política Monetaria podría entenderse como una medida preventiva, que reafirma el compromiso del Banco Central de Chile con la meta, y serviría para reducir la probabilidad de aumentos adicionales en las expectativas de inflación del mercado, los que, por sí mismos, pudieran requerir de acciones de política monetaria. Por último, señala el señor Gerente, cabe mencionar que la Tasa de Política Monetaria se ubica en la parte baja de un rango de estimaciones para la Tasa de Política Monetaria neutral.

Sin embargo, agrega el señor Magendzo, existen elementos que apuntan a que es posible que la inflación vuelva al nivel meta dentro del horizonte de política, sin que sea necesaria un alza de la Tasa de Política Monetaria hoy. En particular, destaca el panorama de holguras menos estrechas durante el tercer trimestre del año. Si bien la lectura del último dato de IMACEC está sujeta a incertidumbre por el número de días (o de horas) efectivamente trabajados en el mes, se corrobora el menor dinamismo del tercer trimestre y se intensifica el riesgo que la actividad sea incluso menos dinámica de lo que se recoge en las proyecciones de corto plazo, no sólo para los sectores ligados a los recursos naturales, sino también para la industria y el comercio. Indica que el consumo, en particular, ha perdido dinamismo desde mediados de este año, seguramente afectado por condiciones crediticias más restrictivas por el lado de la oferta (según la encuesta de condiciones crediticias del tercer trimestre), un crecimiento casi nulo del empleo total y el deterioro del ingreso de los privados en términos reales, derivado en gran medida de los aumentos de precios de alimentos y combustibles. Hace presente que las mayores holguras se evidencian también en el aumento del desempleo reportado por el INE en los últimos datos, en un contexto de casi nula creación de empleo junto con aumentos en la fuerza de trabajo.

Además, agrega el señor Gerente, podría argumentarse que no existe evidencia aún que favorezca el argumento de subir la Tasa de Política Monetaria como medida preventiva de efectos de segunda vuelta que hagan peligrar la meta de inflación, debido a que estos aún no son visibles en la información disponible. La inflación de octubre fue menor que la de los meses previos y sorprendió al mercado por lo bajo. Varias medidas alternativas de inflación subyacente muestran reversiones en su tasa de expansión anual, en línea con el panorama previsto de normalización gradual. De hecho, las distintas medidas de expectativas de inflación, aunque con el comentado incremento preocupante de algunas de ellas en el mes, se encuentran ancladas en torno a 3% a todos los horizontes relevantes. Por otra parte, menciona, como también se señaló, que las medidas de salarios reportadas por el INE no han vuelto a aumentar de forma considerable su tasa de variación, como ocurrió en julio, y no evidencian reajustes más allá de las cláusulas habituales de indexación.

Señala el señor Gerente que a lo anterior se suma que en el escenario internacional los riesgos globales adversos para la actividad se han vuelto a acentuar en el último mes, retomando fuerza los temores respecto de las repercusiones de la crisis *subprime* para el crecimiento mundial, a lo que se suma el reciente aumento en el precio internacional del petróleo. Indica que como se ha mencionado anteriormente, un deterioro más pronunciado del escenario internacional 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. Comenta que podría

4



argumentarse que mantener la Tasa de Política Monetaria hoy es la reacción a un riesgo cuya probabilidad ha aumentado ahora último y cuyos efectos serían significativos.

Agrega el señor Magendzo que también existen, como es habitual, consideraciones tácticas. En primer término, se deben considerar los costos que podría implicar una reversión de corto plazo en el signo de las decisiones de política. Esto, especialmente porque el menor dinamismo que han mostrado el consumo y la actividad podrían ser más persistentes, llevando a incrementos en las holguras de capacidad y menores presiones inflacionarias. En este contexto, señala, puede ser prudente esperar más información, antes de decidir un aumento de la Tasa de Política Monetaria, especialmente a la luz de las cifras de actividad y consumo de septiembre que, si bien de difícil lectura, fueron magras. Segundo, el mercado espera casi en su totalidad una mantención de la tasa en esta oportunidad. Un aumento de la Tasa de Política Monetaria podría tener efectos indeseables sobre los precios de los activos financieros y la volatilidad de los mismos, en un contexto de alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Tercero, subir en esta ocasión podría llevar a confusión porque la Tasa de Política Monetaria no se aumentó el mes pasado, cuando los últimos registros disponibles en ese momento de inflación e Imacec mensual eran mayores que los últimos registros disponibles ahora. Finalmente, destaca el señor Magendzo, cabe mencionar que el sesgo neutro del último comunicado no provee una restricción evidente a esta Reunión.

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

El Gerente de División Política Financiera, señor Pablo García señala que comparte las opciones presentadas por la Gerencia de División Estudios y estima que lo más apropiado en esta ocasión es mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. Por el lado de las noticias, estima que dos son las principales respecto al *IPoM*. La primera es que el PIB estaría cayendo en términos anualizados en torno a 6% en el curso del tercer trimestre, dos tercios de lo cual se explicaría por el PIB resto. Indica que estos son cálculos aproximados a partir de las tablas que se repartieron para esta reunión. Agrega el señor Gerente que esta situación estaría empujada fundamentalmente por el incremento de las exportaciones, a lo que se agrega además, un cierto comportamiento anómalo del consumo que también estaría desacelerándose, planteando dudas respecto a si la acumulación de existencias que resulta de ello sería sostenible en el tiempo. Por el lado de los precios, señala el señor García que se tienen noticias de menor inflación que la esperada, por primera vez en varios meses. Agrega que se ve ya alguno de los aumentos de trayectoria de las cifras subyacentes y, lo más positivo, estima, es que las expectativas privadas han reaccionado de manera bastante agresiva frente a esta menor inflación, con escenarios de inflación a mediano plazo bastante cercanos a la meta y además incluyendo una tasa de interés con niveles si algo similares a los que se tiene hoy día, o con pequeños aumentos hacia delante. Por consiguiente, agrega el señor Gerente, hay buenas razones para creer que la debilidad de la meta sigue bien asentada en los mercados financieros.

Por el lado de los riesgos, hay dos principales: uno es que se conjugue hacia mediados del próximo año un entorno de *shocks* de ofertas adicionales o más persistentes por el lado de los combustibles o los alimentos, junto con una propagación mayor a la histórica en salarios e inflación subyacente y por lo tanto, un impacto en las expectativas. El otro riesgo es que se enfrenten hacia mediados del próximo año condiciones externas más restrictivas, con



menores daños para nuestros socios comerciales, menor espacio para *commodities* y condiciones económicas más difíciles para las economías emergentes. Respecto a estos dos riesgos, estima el señor Gerente que al primero es difícil asignar probabilidades pues reflejaría cambios estructurales fundamentales de la manera como los mercados financieros perciben al Banco Central de Chile y es un escenario que, si bien puede tener algún impacto importante, es de probabilidad baja dado que el Banco Central de Chile ha acumulado bastante credibilidad en los últimos años. Por otra parte, el segundo escenario reflejaría los patrones regulares del ciclo financiero y de negocios en el mundo y ahí no se tendría que esperar un cambio estructural muy significativo en las condiciones mundiales para que suceda, sino que simplemente una repetición del ciclo que se ha observado en las últimas décadas, por lo tanto es un escenario al cual el señor Gerente le asigna mayor probabilidad. Por los antecedentes mencionados el señor García estima que como ya lo dijo anteriormente, lo más adecuado en esta ocasión es mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual.

El Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel señaló que quiere poner un énfasis algo distinto a lo expresado por el Gerente de División Política Financiera, indicando que las novedades internacionales en el último mes apuntan a una intensificación de los *shocks* de petróleo y a la crisis hipotecaria *subprime* y sus consecuencias en los mercados financieros internacionales. Con ello, señala el señor Gerente, las perspectivas de corto plazo para la inflación mundial son hacia el alza, pero las perspectivas de mediano plazo de crecimiento mundial son hacia la baja, corrigiéndose las proyecciones en forma acorde. No obstante el escenario anterior, indica el señor Schmidt-Hebbel que se ha corregido significativamente la proyección del precio del cobre para los años 2007 y 2008. Agrega que, considerando el rezago del gasto público efectivo respecto de los mayores ahorros fiscales que se harán por el mayor precio del cobre, *ceteris paribus*, la ley que se aprueba en estos días, con un precio del cobre probablemente en torno a US\$ 205, es una continuación de los fuertes incrementos en el gasto público para los años 2009 y 2010, con los correspondientes efectos sobre la fortaleza cíclica y el tipo de cambio real en Chile.

En el plano doméstico menciona el señor Gerente, se muestra en el pasado reciente una economía más débil, con proyecciones de crecimiento de corto plazo hacia la baja. Además existe evidencia de que ya pasó el punto máximo del extraordinario *shock* combinado de precios de alimentos y de energía que ha golpeado a la economía chilena, siendo el mes pasado el primero, después de muchos meses, en que el error de proyección de inflación mensual de analistas y del Banco Central de Chile, cambió de signo.

Estima el señor Gerente que la combinación de las novedades mencionadas justifican aún más que hace un mes, la mantención de la Tasa de Política Monetaria en la Reunión de hoy. Complementando su recomendación de mantención de tasa, sugiere mantener el sesgo neutral de esa decisión, a la luz de la incertidumbre respecto de las condiciones financieras y reales de la economía mundial y, particularmente, considerando que la brecha de la Tasa de Política Monetaria respecto de su nivel neutral es aún negativa, mientras que la brecha del producto y del empleo serán muy probablemente positivas.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón señala que le parece adecuado recomendar la mantención de la Tasa de Política Monetaria en el día de hoy. Menciona que concuerda con que sería confuso para el mercado subir la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión si en la del mes de octubre, con PIB e inflación más alta se mantuvo. Sin embargo, agrega el señor De Ramón que quiere llamar la atención a lo que se ha visto en los últimos días y que es un aumento generalizado de expectativas y de compensación inflacionaria de corto y mediano plazo. Indica que en la Encuesta de Expectativas Económicas,



el dato de la inflación para el año 2008 es 340, cifra que no se había observado antes en ese nivel; por su parte, la Encuesta a Operadores de Mesa de Dinero muestra una inflación para 2008 de 360, aunque si bien es cierto había llegado a 390 hace dos semanas atrás, antes de las últimas cifras de IPC e IMACEC. Se podría interpretar, agrega el señor De Ramón, que detrás de este aumento de la inflación está el aumento reciente del precio del petróleo. Considera importante prestarle atención a este fenómeno, aunque si bien es cierto, las cifras se han revertido algo comparadas con dos semanas atrás. Estima que esta situación podría mejorar con un par de IPC más bajos de lo esperado, ya que en su opinión este hecho se produjo como consecuencia de cuatro IPC cerca de 1%, mientras el mercado esperaba solamente la mitad de esa cifra. Agrega que si no se revirtiera este fenómeno y, por el contrario, empeorara en los próximos días, situación que espera no ocurra, habría que actuar en consecuencia.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Esteban Jadresic, comenta que el Consejo en los comunicados de los últimos meses explicitó el marco de referencia para las decisiones de política monetaria que va a tomar en los meses siguientes y nombró tres factores, a saber, la evaluación del escenario internacional, la eventual propagación de los *shocks* inflacionarios en otros precios, y la evolución de las brechas de capacidad. A su juicio, ese marco de referencia sigue perfectamente válido, se consideró en la última Reunión y en ésta también. Por lo tanto, indica el señor Gerente que cabe considerar qué ha pasado con cada uno de esos factores y estima que lo primero que habría que señalar es el desarrollo del escenario internacional, el que se observa claramente más adverso, con un reforzamiento de las expectativas de desaceleración que ya se venían contemplando y con mercados financieros que ahora están algo más inquietos que lo que estaban hace un mes atrás. Por el lado del segundo factor, señala el señor Gerente que es la evolución de la brecha de capacidad, la que tal como lo señaló el señor Magendzo en su presentación, indica holguras algo mayores a las previstas, en función de un tercer trimestre de actividad más débil que lo esperado y antecedentes de consumo e ingreso disponible más débiles. En contraste con lo señalado, indica que el panorama de evolución de los precios es más delicado y sugiere tener cautela en el manejo de la Tasa de Política Monetaria. Menciona el señor Jadresic que hay algunas noticias positivas como el hecho de que la inflación, excluyendo alimentos y energía, sigue en 2% y 3%, dependiendo de cuál de los indicadores se observe, y no parecen revelar hasta ahora efectos de segunda vuelta en precios no alimentos y no energía, lo que le parece un indicador favorable. Considera positivo también que el IPC de octubre fue menor a lo esperado, pero no así que la inflación anual siga muy alta, bastante por encima de la meta del Banco y se espera que continúe así por bastante tiempo hasta bien adentrado el próximo año, lo cual es un factor de preocupación en sí, a lo cual se suma que algunos salarios, como los de la construcción y los de la Asociación Chilena de Seguridad, están creciendo rápidamente y las expectativas de inflación para los próximos doce meses también están altas.

Considera el señor Jadresic que para efectos de recomendar una decisión, es preciso hacer un balance de los factores señalados y tiene la impresión que al hacer ese balance no se observan señales fuertes para recomendar un cambio en la Tasa de Política Monetaria actual. Estima que si se estuviese en un escenario con ausencia de *shocks* inflacionarios y solamente se estuviera observando el escenario internacional y lo que sucede con actividad, probablemente se estarían discutiendo en el margen las alternativas de mantener la tasa o de reducirla. Por el contrario, si fuera solamente por lo que ha ocurrido con la inflación y no se tuviesen los antecedentes de actividad y de escenario internacional, se estaría con alta probabilidad discutiendo un aumento de tasas. Por lo anterior, recomienda mantener la Tasa de Política Monetaria en el nivel actual, manteniendo la ausencia de sesgo.



El señor Presidente agradece los comentarios del señor Jadresic y ofrece la palabra a la señora Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart Herrera.

Menciona la señora Ministra que va a destacar tres elementos centrales en los antecedentes acumulados en el último mes y que son consistentes con la decisión de Política Monetaria adoptada en la Reunión pasada.

En primer lugar, señala, la noticia positiva en materia inflacionaria, que los registros de inflación para el mes de octubre fueron menores a los esperados tanto por el Banco como por el mercado. Las medidas de inflación que excluyen aquellos productos que han sufrido significativos *shocks* de ofertas se mantienen muy acotados, no obstante que algunas medidas de inflación esperadas han subido, las expectativas de inflación a 24 meses permanecen férreamente ancladas al 3%.

En segundo lugar indica la señora Recart, la cifra reciente de actividad da cuenta de un panorama de crecimiento significativamente por debajo de lo esperado hace tan solo unos meses atrás. La actividad del mes de septiembre fue menor a lo esperado, y de esta forma se configura un tercer trimestre cuyo dinamismo estuvo un punto y medio por debajo de lo esperado en la Reunión de Política Monetaria de septiembre. Más aún, agrega, las estimaciones de crecimiento para el cuarto trimestre presentadas esta mañana dan cuenta de una caída de similar magnitud en el ritmo de actividad, en comparación con el último *IPoM*. El escenario de actividad esperada que se preveía en la Reunión de Política Monetaria pasada fue un elemento clave en la decisión de Política Monetaria adoptada. Hoy este escenario de actividad parece evolucionar menos favorablemente.

El tercer elemento es el reforzamiento en las expectativas de una desaceleración en el crecimiento mundial. El riesgo hoy está sesgado hacia una menor actividad a nivel mundial. Lo antes expuesto da cuenta que entre la Reunión de Política Monetaria pasada y la actual, los elementos que atenúan el riesgo del aumento de la inflación se tornan persistentes y se han fortalecidos. La opción adoptada el mes pasado no solo fue adecuada, a la luz de los nuevos antecedentes acumulados, sino que también permanecen válidos este mes.

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

Como es habitual, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el material preparado para esta ocasión.

Indica el señor Consejero que las noticias acumuladas en el curso del último mes tienden a confirmar la complejidad del cuadro económico que se enfrenta desde hace algunos meses. Agrega que en el frente externo, se reafirman las expectativas de desaceleración, particularmente en Estados Unidos de América, no obstante las noticias favorables observadas en el tercer trimestre.

Hace presente el señor Consejero que los mercados financieros y, en particular, los mercados de crédito, siguen reflejando un importante grado de incertidumbre, la que incluso se ha intensificado en lo más reciente, no obstante las intervenciones efectuadas por los bancos centrales. Comenta que las tasas largas de los instrumentos más seguros han bajado nuevamente, los premios soberanos para las economías emergentes han subido y los mercados han aumentado su volatilidad. Señala también, que la preocupación



por la inflación que se había atenuado en los últimos meses, ha recobrado importancia. Por otra parte, los precios de los recursos naturales permanecen altos. En este aspecto, destaca el alza del petróleo que se ha empinado hasta cerca de 100 dólares el barril y el precio del cobre que ha bajado respecto del nivel observado en la última Reunión, pero las perspectivas siguen apuntando hacia niveles elevados. Asimismo, menciona que en este contexto la evolución futura de la economía global continúa presentando altos grados de incertidumbre. Por otro lado, en el frente interno los agregados monetarios y crediticios siguen mostrando tasas de crecimiento elevadas, sin mostrar mayores novedades. Agrega que se confirma el ajuste en los créditos de consumo, que continúan desacelerando su ritmo de expansión. Por su parte, los rendimientos de los títulos de largo plazo, tanto en pesos como en UF, mostraron una leve reducción desde la última Reunión.

Menciona asimismo el señor Marshall, que el dólar ha experimentado fluctuaciones a lo largo del mes y en lo más reciente se ha depreciado, y la demanda interna estaría creciendo menos de lo anticipado con anterioridad, principalmente por un menor dinamismo del consumo privado. Indica el señor Consejero que ello se podría explicar por las alzas de precio en los rubros de energía y alimentos, y también por la evolución de los estándares de crédito y el acceso al financiamiento. Comenta además que el mayor pesimismo reflejado en las expectativas de los consumidores resulta coherente con ese cuadro.

Por otro lado, señala el señor Consejero que contrasta con lo anterior el elevado crecimiento de las importaciones, incluidas las de consumo. Por ello, en su opinión la evolución futura del consumo presenta cierto grado de incertidumbre.

Hace presente también que, en materia de inversión, el dinamismo se mantiene y las correcciones respecto a las proyecciones previas serían de menor magnitud; los indicadores de actividad mostraron una desaceleración en el tercer trimestre, lo que se explica por el comportamiento de los sectores relacionados con recursos naturales, pero alcanzó también a otras actividades como la industria y el comercio.

Señala el señor Consejero que con estas proyecciones, es probable que el crecimiento del año esté algunas décimas por debajo de lo proyectado previamente y, por tanto, que las holguras de capacidad resulten mayores que las previstas con anterioridad.

Indica que el empleo continúa creciendo, en tanto la desocupación ha subido levemente, pero permanece siempre en niveles bajos. Por su parte, los salarios nominales aumentaron sus tasas de variación. Sin embargo, su reacción no parece dar completa cuenta de las condiciones de relativa estrechez observadas en el mercado laboral. Comenta el señor Consejero que el diagnóstico en esta materia varía según los indicadores utilizados y también de un sector económico a otro. En todo caso, la evolución de las remuneraciones nominales debe ser monitoreada con atención por sus implicancias para la inflación proyectada.

Señala que la principal fuente de preocupación en el frente interno sigue siendo la inflación cuya variación anual ha llegado al 6,5%, bastante por arriba del rango de tolerancia contemplado en nuestro marco de política. Esta preocupación, según se desprende de encuestas especializadas, es ampliamente compartida por empresarios y consumidores. Si bien la cifra en el último mes sorprendió a la baja, ello no cambia significativamente el panorama inflacionario. Próximamente, la inflación anual se situaría en tomo al 7% y permanecería en ese nivel por varios meses.

hp



Menciona que las expectativas de inflación no presentan cambios significativos respecto de dónde se ubicaban en la Reunión anterior y las expectativas de mediano y largo plazo siguen bien ancladas a la meta.

Indica también el señor Consejero, que la curva de expectativas para la TPM se ha aplanado. Sin embargo, para esta Reunión el mercado espera que la tasa permanezca sin variaciones y las encuestas anticipan, además, que no habría cambios por un tiempo bastante prolongado. Los precios de los activos, en cambio, sugieren uno o dos ajustes, pero éstos se han postergado para el próximo año.

Por una parte, agrega que se puede sostener con estos antecedentes que las opciones plausibles son mantener la tasa en su actual nivel o subirla en 25 puntos base. Por la otra, se puede argumentar que un nuevo ajuste permitiría seguir normalizando la política monetaria, en un contexto en el cual la inflación permanece muy por sobre el rango de tolerancia y el precio del petróleo vuelve a subir. Ello contribuiría a evitar que las alzas ya materializadas se propaguen más allá de lo estrictamente necesario a otros precios y también a los salarios.

Señala el señor Consejero que se puede argumentar que el actual cuadro de riesgos hace recomendable una espera. En el frente externo, los riesgos de una desaceleración más pronunciada permanecen altos y han continuado aumentando. Los mercados financieros y crediticios siguen en proceso de ajuste y sus efectos de mediano plazo sobre la economía global son todavía bastante inciertos. Internamente, la actividad muestra un menor dinamismo del previsto y los riesgos de una desaceleración algo más pronunciada también han crecido.

Indica el Consejero señor Marshall que frente a esta disyuntiva, se inclina por esperar y obtener mayores antecedentes, considerando que se cuenta con la holgura necesaria para proceder de esta forma. Agrega que si bien la inflación alcanza niveles elevados, las expectativas siguen mostrando un adecuado grado de anclaje a la meta y por lo demás, el propio mercado espera que la tasa se mantenga en esta oportunidad.

Menciona el señor Consejero que, no obstante lo anterior, en su opinión se debe reiterar la gran preocupación que existe por la inflación y reafirmar la decisión de actuar para que ésta se ubique nuevamente en torno de la meta en el horizonte de política.

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

El Consejero señor Manuel Marfán agradece como siempre el trabajo del *staff*. Señala que en el escenario externo lo más relevante desde la Reunión de Política Monetaria anterior es el deterioro de las expectativas de crecimiento mundial, especialmente en Estados Unidos de América. Menciona que ello ha llevado a una depreciación adicional del dólar frente a la mayoría de las monedas y a una caída de la curva de rendimiento en dólares. Agrega que se trata del dólar más depreciado internacionalmente desde al menos los últimos veinte años. Indica el señor Consejero que también ha sido significativa el alza no prevista en el precio internacional del petróleo, que ha bordeado los US\$ 100 por barril.

Menciona el señor Consejero que para las economías emergentes hay dos aspectos a destacar: primero, las economías que son financieramente más vulnerables han visto aumentar sus primas de riesgo soberano como consecuencia de un menor apetito por riesgo. Señala que Chile no ha sido afectado por este fenómeno, a juzgar por la valoración

4



de los FDS; y, en segundo lugar, el aumento de precios internacionales de los alimentos ha impactado con mayor fuerza relativa a la inflación de las economías donde éstos tienen una mayor ponderación en las canastas respectivas. Se trata en general de las economías menos desarrolladas y Chile es un caso más al respecto, además del impacto de un año climático anormal en el país.

En el escenario interno, menciona el Consejero Marfán que lo más llamativo a su juicio es la caída en torno al 2,5% del ingreso real disponible privado entre el segundo y tercer trimestre desestacionalizado. Indica que se trata de un *shock* inesperado, que de mantenerse afectará la evolución de la demanda interna. Agrega que es aún prematuro evaluar si la desaceleración de la actividad de septiembre es un fenómeno puntual ligado a los días trabajados, o si hay un cambio de tendencia.

Comenta el señor Consejero que el tipo de cambio ha mostrado vaivenes mayores a los habituales en el último mes, pero su nivel actual es similar en lo grueso al de hace un mes. Agrega que los salarios nominales en tanto se han acelerado dentro del rango que cabría esperar dada la elevada inflación de los últimos meses, es decir, no hay evidencia que los efectos de segunda vuelta sobre los salarios sean diferentes al rezago histórico respecto de la inflación. Menciona que, al igual que en la Reunión de Política Monetaria anterior, es preciso advertir que esos efectos de segunda vuelta serán superiores a los históricos, si la negociación en el sector público considerara la inflación pasada en vez de la futura. Señala que las expectativas de inflación en tanto, consideran que la mayor inflación actual es transitoria y que volverá en torno al 3% anual antes de dos años. En este respecto, sin embargo, comenta que existe un riesgo que también debe considerarse y es que la inflación anual se va a mantener elevada por algún tiempo mayor al que espera el sector privado y en niveles más altos. Dada la corrección de expectativas que suele hacer el sector privado con cada nueva información, no puede descartarse que exista algún riesgo de desanclaje más adelante. Indica que el próximo *IPoM* deberá tratar con cuidado esta posibilidad, ya que se trata de un evento que aún no ocurre, pero que habrá que monitorear con cautela.

Finalmente, el Consejero Marfán concluye que, con esos antecedentes, su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. Agrega que hay argumentos para elevar dicha tasa hoy día, como manifiesta bien la Minuta de Opciones, pero a su juicio esto se compensa con la evidencia que apunta hacia una mayor brecha de productos.

Como es habitual, el Consejero señor Jorge Desormeaux agradece el trabajo que la Gerencia de División Estudios ha preparado para la decisión de hoy.

Señala el señor Consejero que esta decisión, al igual que la de un mes atrás, se enfrenta al dilema de una inflación anual elevada y persistente, pero que al mismo tiempo va acompañada de un debilitamiento de la actividad y del consumo. Menciona que la decisión hace un mes atrás fue mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria en espera de mayor información, particularmente en tres planos: la evolución del escenario externo; la evidencia de propagación a otros precios del *shock* inflacionario; y, en tercer lugar, la evolución de las brechas de capacidad.

Expone el señor Consejero que los antecedentes de las últimas semanas apuntan a un panorama menos auspicioso de la economía internacional, el que se ha manifestado en la evolución del mercado accionario y las tasas de interés de largo plazo las que han evidenciado una corrección a la baja, así como en los premios por riesgo que se han

40



ajustado al alza para las empresas de mayor riesgo y en una depreciación adicional del dólar. Pese a ello, indica el señor Consejero que los precios de los bienes primarios siguen sorprendiendo con su fortaleza y el petróleo, en particular, ha vuelto a aumentar bordeando los US\$ 100 el barril. Menciona que si la evolución de la actividad internacional lleva a privilegiar la cautela, el alza del precio del petróleo aumenta los riesgos de la inflación interna.

En materia de holguras, señala el Consejero Desormeaux que la evidencia más reciente apunta inambiguamente en la dirección de holguras que se han ampliado. Evidencia de ello es la desaceleración de la actividad en el tercer trimestre, cuyo crecimiento bordeará el 3,8% y que se asocia al menor dinamismo de sectores ligados a recursos naturales, así como a la industria y el comercio. Indica que ello coincide con una desaceleración del consumo privado explicado, esencialmente, por un menor crecimiento del ingreso disponible privado, afectado a su vez, por el *shock* inflacionario. Menciona que contrasta con lo anterior el comportamiento de la inversión, que se mantiene dinámica. Agrega el señor Consejero que los antecedentes del mercado laboral también apuntan a un panorama en que las holguras de capacidad se han ampliado en el tercer trimestre. Una muestra de ello, agrega, es que las tasas de desempleo desestacionalizadas han aumentado por tercer mes consecutivo en el trimestre terminado en septiembre.

Comenta el señor Consejero que en materia de precios y costos, la evidencia más reciente, a partir del IPC de octubre, apunta a una suavización de presiones inflacionarias, particularmente si se usan medidas de inflación que excluyen los costos de la energía y de los alimentos. Menciona que, sin embargo, otras medidas de tendencia inflacionaria que excluyen los productos más volátiles, llevan a conclusiones opuestas.

Señala el señor Consejero que los costos laborales, pese a no entregar una evidencia unánime a través de diferentes indicadores, parecen estar aumentando a tasas que son coherentes con las cláusulas habituales de indexación.

Agrega asimismo, que como se ha señalado, las expectativas de inflación, especialmente a mediano plazo, siguen bien ancladas en torno a la meta, pese a que durante la primera semana de noviembre éstas se elevaron abruptamente por un breve período, hasta que se conoció la cifra de inflación de octubre.

En suma, indica el Consejero Desormeaux, se tiene un cuadro en que se han exacerbado las tendencias que tensionaban la política monetaria hace un mes atrás. Por una parte, se proyecta que la inflación en doce meses seguirá por varios trimestres en niveles elevados. Por otra parte, los indicadores de actividad muestran una debilidad mayor que la esperada, con holguras que se acrecientan; y, en tercer lugar, la economía internacional muestra un cuadro con mayores riesgos. Frente a este dilema, el señor Consejero se inclina, al igual que quienes le han precedido, por la opción de mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria en la Reunión de hoy. Ello por cuatro razones: en primer lugar, porque hasta el momento no existe evidencia de efectos de segunda vuelta del *shock* inflacionario; en segundo lugar, porque las expectativas de inflación se mantienen ancladas pese al episodio reciente que se ha comentado; en tercer lugar, porque las presiones de costos provenientes del mercado laboral no muestran, hasta ahora, tasas de variación que vayan más allá de las cláusulas habituales; de indexación y para que esta situación persista en el tiempo, será muy importante la señal que entregue el Gobierno en el próximo reajuste de salarios del sector público; y, por último, el mercado espera la mantención de la Tasa de Política Monetaria en el día de hoy en forma virtualmente unánime, lo que sugiere que esta decisión no tensionará las expectativas de inflación. En suma, le parece prudente mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, en espera de mayor información, especialmente acerca de la evolución del escenario internacional, y en el plano interno, de la



evolución que tengan las holguras de capacidad por una parte, y la propagación del *shock* inflacionario a otros precios, por la otra.

El Vicepresidente señor José De Gregorio indica que las principales sorpresas para esta Reunión de Política Monetaria han sido una menor inflación a la esperada que alcanzó a 0,3% en el mes de octubre, y un IMACEC que en doce meses creció 2,8% en el mes de septiembre. Asimismo, el tipo de cambio no se ha apreciado.

Menciona el señor Vicepresidente que, corregidas por factores específicos, las novedades en materia de IPC e IMACEC apuntarían a menores presiones inflacionarias en el margen. A esto se suma el efecto negativo sobre la inflación y un tipo de cambio más apreciado, aunque como ya fue discutido esta mañana, su impacto e implicancias en política monetaria dependen de manera crucial en cuán persistente sea esta apreciación, y en qué magnitud es el resultado de un cambio de paridades internacionales versus cambios en el tipo de cambio real. Con todo, agrega el señor Vicepresidente que las noticias apoyarían a mantener la Tasa de Política Monetaria, aunque también existen riesgos sobre los cuales habrá que tener especial atención en los meses venideros.

Comenta el señor De Gregorio que la inflación, excluidos alimentos y energía, sigue en torno a 2%. Por su parte, si bien las noticias por el lado del petróleo son negativas, es posible que la inflación de alimentos y energía ceda, con lo cual se debería esperar que hacia el segundo semestre del próximo año, la inflación se acerque al centro del rango meta. Sin embargo, indica que hay que ser particularmente cuidadosos en prever qué ocurrirá si los precios de los alimentos caen, o al menos dejan de subir. Señala que en la actual coyuntura es muy probable que el consumo pueda estar desacelerándose, producto de la caída del ingreso real de los hogares como consecuencia del alto precio de los alimentos, de manera que si bien, mecánicamente y como efecto de primer orden, la caída del precio de los alimentos debería reducir la inflación, un aumento del ingreso y consumo podría generar presiones de precios de los otros bienes que hoy aparecen bien contenidos.

En todo caso, señala el señor Vicepresidente que los signos de menor actividad podrían ser más persistentes, en particular dado el deterioro esperado en la actividad de la economía mundial, en especial en los Estados Unidos de América. Por ello, es necesario despejar en las siguientes semanas, cuán persistente es este menor crecimiento respecto a lo esperado, con sus consecuentes efectos sobre la inflación.

Por otra parte, agrega, si bien la mayoría de las medidas de inflación subyacente se han reducido, aún no aparece un aumento en aquellas medidas que excluyen los precios más volátiles. Se podría argumentar que un alza de tasas puede ser razonable para prevenir potenciales presiones inflacionarias. Sin embargo, estima que hoy los mayores riesgos son a menor crecimiento de inflación, con lo cual se podría correr el riesgo de tener que revertir anticipadamente e indeseadamente el curso de la Política Monetaria. Asimismo y como se señalara en el comunicado del mes pasado, se debe tener especial atención a la evolución de los salarios que presentan dispersiones sectoriales elevadas de las expectativas de inflación, tanto en el horizonte de política, como en plazos más cortos, pues pueden tener impacto sobre la dinámica de la inflación y la trayectoria de Política Monetaria requerida para cumplir con la meta de 3% en el horizonte de política en torno a dos años.

Dado todo lo anterior, el señor Vicepresidente vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 5,75%.

hp



El Presidente, señor Vittorio Corbo, al igual como el resto de los señores Consejeros, agradece los antecedentes que proporcionó la Gerencia de División Estudios para poder tomar una decisión en esta materia.

Menciona el señor Corbo que en las últimas semanas la volatilidad y las correcciones en los mercados financieros internacionales se han vuelto a incrementar y el vuelo hacia la calidad se ha intensificado. Comenta que estos ajustes surgieron del reconocimiento de algunas instituciones financieras que las pérdidas asociadas a vehículos estructurados y a instrumentos de deuda colateralizados por hipotecas *subprime*, son mucho mayores que lo anteriormente anunciado, y que en los próximos trimestres éstas se debieran acentuar. Agrega además que a contracción del sector vivienda en Estados Unidos de América se ha profundizado; las tasas de interés de largo plazo han bajado; los premios por riesgo se han incrementado; el dólar ha continuado depreciándose con respecto a las principales monedas; el precio del petróleo alcanza nuevos *records* en dólares nominales; y, el precio del cobre ha tenido una baja importante en lo más reciente, aunque se mantiene por encima de lo proyectado en el último *IPoM*. Menciona el señor Corbo que aunque las cifras de crecimiento de la economía mundial del tercer trimestre fueron buenas, las condiciones financieras se han tornado más estrechas, las expectativas de consumidores y empresarios, como también los indicadores anticipados de actividad, se han deteriorado tanto en Estados Unidos de América como en la Zona Euro, y el precio del petróleo ha aumentado de manera considerable. Esto ha resultado en un aumento importante en el sesgo a la baja de las proyecciones de crecimiento mundial.

En paralelo, agrega el señor Presidente, en Estados Unidos de América la combinación de aumentos en precios de los alimentos y de los combustibles con la depreciación del dólar, aumenta los riesgos de un incremento en la inflación, mientras que en la Zona Euro los dos primeros factores más que compensan la apreciación del Euro, y resultan en un aumento de la inflación.

Indica el señor Corbo que en el frente interno el crecimiento del producto en septiembre se redujo más allá de los sectores de recursos naturales, alcanzando esta vez, además de la industria, al comercio. Una parte importante de esta desaceleración pareciera estar asociada a los feriados de fiestas patrias, pero también hay otros factores que pueden estar afectando el crecimiento, como los mayores precios de la energía y el aumento en el precio de los alimentos. Comenta que por el lado de la demanda interna se sigue configurando un cuadro de fortaleza de la inversión y de mayor debilidad en el consumo. La mayor debilidad del consumo estaría asociada a condiciones crediticias menos favorables, al aumento en la tasa de desempleo, y al efecto negativo en el ingreso real disponible de los mayores precios de los alimentos y de la energía.

En el lado de la inflación, menciona el señor Corbo que, a pesar de una inflación baja en el último mes y menor a la proyectada tanto por el mercado como por el Banco, persiste un cuadro de inflación anual muy por encima de lo proyectado en el último *IPoM*, el cual señalaba que persistiría por varios meses por el efecto de las alzas ya observadas en los precios de los alimentos y la nueva alza en el precio de los combustibles. Por otra parte, las expectativas de inflación se mantienen ancladas en torno al 3% anual. En este cuadro, las mayores holguras de capacidad que las proyectadas en el último *IPoM*, debieran contribuir a reducir la inflación proyectada. Sin embargo, el mayor riesgo sigue siendo el eventual traspaso de este *shock* inflacionario a salarios y a las expectativas inflacionarias de mediano y largo plazo en un escenario donde se tendría, por varios meses, una inflación anual bastante por encima del 3% anual. Agrega que es especialmente importante, que las negociaciones del sector público en curso se continúen realizando en base a la inflación futura, y no a una inflación pasada transitoriamente elevada.



Concuerda el señor Presidente con la Minuta de la Gerencia de División Estudios, en cuanto a que las opciones que se enfrentan hoy para poder cumplir con la meta son subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base o mantenerla. Los argumentos a favor de subirla son evitar que el alza reciente en los precios de los combustibles y los altos registros de inflación anual de los últimos meses, desaten efectos de segunda vuelta en salarios y en las expectativas inflacionarias, que terminen alejando la tendencia inflacionaria en forma persistente del 3% anual.

En contraste, menciona el señor Corbo que los argumentos para mantenerla son las fuerzas hacia una menor inflación proyectada como resultado del ajuste a la baja de los precios de los alimentos percibibles considerado en el escenario base; holguras de capacidad menos estrechas que pueden resultar más persistentes por los efectos en la actividad interna de los aumentos recientes en los precios de los combustibles; y, por una eventual desaceleración más pronunciada de la economía mundial.

Ponderando estas dos opciones, el Presidente señor Vittorio Corbo también estima que lo más apropiado es mantener la Tasa de Política Monetaria a la espera de acumular más antecedentes para poder calibrar las proyecciones de inflación en el horizonte de política. Estima eso sí, que el comunicado debería destacar la preocupación por los eventuales efectos del salto observado en la inflación en otros salarios y en las expectativas de inflación, por sus implicancias para la tendencia inflacionaria. Por todo lo antes expuesto, vota por mantener la Tasa en 5,75%.

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

115-01-071113 – 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 la percepción de los mercados financieros internacionales respecto de los problemas asociados a la crisis *subprime* se ha deteriorado, y el dólar de los EE.UU. ha continuado depreciándose frente a la mayoría de las monedas del mundo. Además, se prevé un menor dinamismo de las economías industrializadas. En otro plano, el precio del petróleo ha aumentado considerablemente, mientras que el del cobre y los de varios productos alimenticios siguen altos, todos por encima de lo proyectado. Lo anterior configura un panorama externo relevante para la economía chilena que, aunque se mantiene positivo, presenta mayores riesgos de un escenario internacional adverso.

En el ámbito interno, la información disponible apunta a que el crecimiento de la actividad en el tercer trimestre fue menor que el proyectado en el último *Informe de Política Monetaria*, situación que va más allá del desempeño de algunos sectores específicos y cuya persistencia

40



continúa siendo incierta. Por el lado de la demanda interna, los indicadores sugieren que se mantiene el dinamismo de la inversión mientras el del consumo se ha reducido. El empleo asalariado sigue creciendo y las condiciones financieras internas son algo menos favorables.

La inflación anual del IPC se ubica por encima de 6% y se prevé que se mantendrá elevada por varios meses, para luego descender hacia la meta. Los precios de algunos alimentos, tanto perecibles como no perecibles, comienzan a dar señales de reversión. La caída en los precios de otros productos relativamente volátiles también contribuyó a un bajo registro mensual del IPCXI (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados). 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 serán el desarrollo del escenario internacional, la eventual propagación de los recientes *shocks* inflacionarios a otros precios -especialmente la trayectoria de los salarios- las expectativas de inflación de mediano plazo y la evolución de la brecha de capacidad”.

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:40 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MARIA OLIVIA RECART HERRERA
Ministro de Hacienda (S)

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

4p