



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 111 celebrada el 9 de agosto de 2007

En Santiago de Chile, a 9 de agosto de 2007, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

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

Asisten también:

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

El señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de febrero de 2008, para el día 7 de ese mes.

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

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

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que en el ámbito internacional, en el último mes se ha observado una propagación de los problemas del sector hipotecario *subprime* de Estados Unidos de América, hacia otros segmentos del sector financiero. Indica que se han observado cambios importantes en la valoración de riesgo de crédito, premios por riesgo, fundamentalmente ajustes en precios de activos financieros y



BANCO CENTRAL DE CHILE

condiciones crediticias más restrictivas. Indica que el efecto *fly to quality*, llevó a una caída de más de 30 puntos base de la tasa larga de Estados Unidos de América, y al día de hoy en torno a 35 puntos base, seguido por las tasas de la zona Euro y Japón.

En términos de proyección de crecimiento mundial, el señor Gerente de Análisis Internacional señala que ésta ha corregido al alza, especialmente por mejores perspectivas para Asia. No obstante, podrían mostrar correcciones a la baja por efecto de ajustes en los mercados financieros. Indica que se ha observado una recuperación en la capacidad de refinación de gasolina en Estados Unidos de América, que ha llevado a una caída de este precio en torno al 15%, mientras que el precio del petróleo BTI y del cobre no muestran variaciones significativas respecto al mes anterior. Sin embargo, si se considera el dato del petróleo, en el día de hoy se observa una caída. Agrega que el hecho que se hayan mantenido sin variaciones, no obstante esperar ajustes hacia la baja, ha sugerido corregir las proyecciones para el precio del cobre y combustibles hacia el alza.

Manifiesta el Gerente señor Lehmann que en términos de indicadores económicos, se observa que en el caso de Estados Unidos de América las noticias son negativas. Lo anterior incluye datos de ventas minoristas como también particularmente vinculadas al sector construcción, es decir, se ha observado que el ajuste en el mercado inmobiliario en Estados Unidos de América ha continuado. Agrega que los datos de consumo personal nominal han estado por debajo de lo esperado. Con respecto al precio de las viviendas éste ha continuado ajustándose. Finalmente, señala que en el mercado inmobiliario se han observado también en el margen datos negativos.

El Gerente de Análisis Internacional, al referirse a precios, indica que la información ha sido mixta, positiva si se mira el dato deflactor del PIB, y en línea con lo esperado en lo referente a inflación total y subyacente. Por otro lado, los costos laborales unitarios parecen estar algo más elevados de lo que se esperaba.

Comenta el Gerente señor Lehmann que durante el mes de agosto se conoció la información del PIB del segundo trimestre en Estados Unidos de América, información que estuvo algo en línea con lo esperado. Señala que lo importante de destacar es que las exportaciones netas están contribuyendo positivamente, a diferencia de lo que se observó en el trimestre anterior, y de hecho constituyen el principal contribuidor al crecimiento en Estados Unidos de América. Indica que el consumo está favoreciendo bastante menos que en trimestres anteriores, y el ajuste en el mercado inmobiliario, particularmente inversión residencial, continúa apoyando también negativamente al igual que lo que se observaba en trimestres anteriores.

Señala el Gerente de Análisis Internacional que en cuanto al mercado inmobiliario, el ajuste se ha prolongado más de lo esperado, los inventarios han continuado aumentando y el precio de las viviendas sigue reduciéndose.

En términos de consumo, se observa que éste se desacelera levemente, pero continúa con expectativas positivas.

El Gerente señor Lehmann menciona que respecto a la Zona Euro, en general las noticias han estado en línea con lo esperado, que no hubo mayores novedades en términos de indicadores, y que tal vez algunas noticias positivas en lo que se refiere al mercado laboral, tasa de desempleo y producción industrial, acaso algo menor de lo que se anticipaba. Señala que por el lado de la inflación no hay noticias importantes.

lp
Jc.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto al sentimiento económico en Europa, el señor Lehmann indica que éste ha continuado positivo, lo que está en línea con lo esperado y por tanto, se esperaría una atenuación en su tasa de expansión. Agrega que el mercado de factores continúa ajustado, mostrando escasas holguras de capacidad.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que en Japón, en el margen las noticias han sido negativas. Sin embargo, la producción industrial muestra signos positivos, por sobre lo que se esperaba, y el mercado laboral también ha mostrado cifras que han sido en el margen, también mejores que lo previsto. Indica que la tasa de desempleo ha continuado cayendo y eso podría dar sustento al consumo hacia delante. No obstante lo anterior, se esperaría una desaceleración en el crecimiento en los próximos trimestres.

Referente al precio del cobre, manifiesta el Gerente de Análisis Internacional que se observa la evolución que éste ha tenido. El cambio respecto al cierre del mes anterior no es demasiado significativo. Se esperaba una desaceleración y eso ha sugerido llevar la proyección hacia delante que es algo por encima de la que se proyectaba hace un mes atrás. También se observa cómo han evolucionado los futuros marginalmente hacia el alza, pero no son cambios demasiado importantes. Las proyecciones derivadas de este ajuste o esta mantención en el precio, que está por sobre lo que se anticipaba hace un mes atrás, se van a corregir a US\$ 315 centavos la libra para este año y US\$ 275 para el próximo. Indica que la Comisión Chilena del Cobre elevó su proyección a US\$ 320 y US\$ 270 para el próximo año, y que Goldman Sachs también lo hizo, y que, en general, se aprecia una tendencia a revisar al alza las proyecciones del precio del cobre.

El Gerente señor Lehmann en lo que dice relación al precio del petróleo, señala que se observa bastante volatilidad. Indica que primero tendió a aumentar, posteriormente se devolvió y en términos netos no se observa un cambio demasiado significativo, sí en el precio derivado de estos movimientos. La caída más reciente se asocia fundamentalmente a efectos que pudiese tener la corrección en el mercado financiero y por tanto, en la demanda de combustible y eso lo ha llevado a niveles más bajos. Indica que hoy el petróleo BTI estaba en torno a US\$ 70 dólares por barril, lo cual revela que hay una expectativa eventual de ajuste a la demanda hacia delante. Esta nueva trayectoria sugiere elevar la proyección a US\$ 68 para este año, en función de los datos que se han observado recientemente y hacia el próximo a US\$ 71. Agrega el señor Gerente que dependiendo de lo que se observe en las próximas semanas, probablemente estas cifras pudiesen ser revisadas, pero de todas maneras, al menos hasta hace algunos días atrás, la tendencia general era a revisar hacia el alza las proyecciones. En relación a lo anterior, manifiesta que el Departamento de Energía de los Estados Unidos de América también revisó sus cifras y proyecciones, las que coincidentemente resultan similares a los datos que proyectó el Banco Central de Chile.

Acerca del mercado de la gasolina, señala el Gerente señor Lehmann que éste ha mejorado las condiciones de abastecimiento, lo que está asociado a una recuperación en los inventarios, fundamentalmente derivado de una cierta normalización en la refinación en Estados Unidos de América.

Por otra parte, el Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann comenta que, respecto al precio de los granos, se observa que el precio del trigo ha tendido a aumentar. El maíz ha tendido a caer durante los últimos treinta días. De hecho los futuros si bien siguen manteniendo una tendencia positiva, están algo por debajo de lo que eran hace un mes. Indica que esta caída se debe a que la producción y cosechas en el hemisferio norte han sido particularmente buenas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comenta el Gerente de Análisis Internacional que respecto al precio de la leche, éste también ha tendido a aumentar en el último mes y se piensa que podría tender a subir algo más para después tender a caer. Por otro lado, los futuros también muestran una caída.

Señala que producto del efecto *fly to quality* y turbulencias en los mercados financieros, se ha observado una caída en las tasas de interés. Indica que sobre la tasa en Estados Unidos de América, hasta el 7 de agosto se hablaba de una caída de al menos 30 puntos base, tal vez algo menos, pero hoy se vería una nueva caída y en términos netos se está pensando de menos de 35 puntos base en Estados Unidos de América. Indica que en Europa y en Japón también se observa una tendencia parecida, algo menor, en torno a 25 puntos base.

Señala que en cuanto a las expectativas de cambio de la Tasa de Política Monetaria, se observa un cambio importante en las percepciones del mercado respecto a ayer o antes de ayer, derivado de las noticias más recientes y que muestran que hacia enero del 2008 predomina la probabilidad de un recorte. Manifiesta que hoy la probabilidad de un recorte, es decir de 25 puntos base a enero de 2008, es de cien por ciento y de hecho ese recorte, de acuerdo a la proyección de los mercados, a octubre lo anticipan en 25 puntos base y no se descarta que a enero de 2008 pudiese haber un segundo recorte.

Por otro lado, en lo que se refiere a las paridades, el Gerente señor Lehmann comenta que la tendencia hasta la última semana de julio fue de una apreciación, donde recrudescen las preocupaciones por los efectos del mercado inmobiliario sobre otros mercados financieros y las monedas tienden a depreciarse. Indica que la única excepción a este comportamiento es el yen japonés, que ante la preocupación de los mercados tiende a revertir el *carry trade* que se ha mantenido durante un tiempo prolongado y por lo tanto, el yen también tiende a apreciarse en estas circunstancias de mayor inestabilidad.

Comenta el Gerente señor Lehmann que *soft spread* se utiliza como una medida de liquidez, y consiste en el premio que recibiría un inversionista por el costo que significa pasarse a tasa fija. Indica que ese premio ha tendido a aumentar, dando cuenta de una condición crediticia más estrecha.

La volatilidad de los mercados, por su parte, ha tendido a aumentar. En el caso de América Latina está algo por sobre el resto, pero si uno observa en relación a febrero pasado, el grado de volatilidad es inferior, es decir, todavía no se alcanzan esos grados de incertidumbre leídos a partir de este indicador, pero en el caso de economías emergentes probablemente sí se está a niveles comparables y en el caso de economías desarrolladas, claramente se encuentra por sobre el nivel.

Comenta el Gerente de Análisis Internacional que los premios por riesgo en economías emergentes han tendido a aumentar. En los últimos días tuvo un sesgo a la baja, pero probablemente hoy lo que se observa son recuperaciones, aumentos en esos *spreads* derivados de las turbulencias más recientes. Si se observa qué ha pasado con el premio por riesgo de otros instrumentos, particularmente en empresas en Estados Unidos de América, se concluye que el ajuste ha sido muy significativo, particularmente en el caso de los *high yield* que son empresas con un grado mayor de riesgo, y que han tendido a aumentar en torno a 100 puntos base. En el caso de las empresas con clasificación A, éstas han tenido un aumento equivalente al del bono chileno, de 20 puntos base aproximadamente. Agrega que a modo referencial, se muestra el ajuste que ha presentado el MB global, que ha tenido un aumento. Comenta el señor Lehmann que para los efectos de poder analizar más detenidamente el caso del *spread* chileno, en esta oportunidad presenta el *spread* soberano chileno, incluyendo Codelco, que recoge justamente este aumento de 20 puntos base, y que también se ha

LP
J.C.



BANCO CENTRAL DE CHILE

incorporado el CDS a diez años plazo. Este es un *spread* que está más bien relacionado con tasas de corto plazo, respecto de Libor y de la construcción, y por esa medida tiene un aumento bastante inferior. Si se observa qué ha pasado en términos de la diferencia entre ambos, indica que vemos que tiende a aumentar en el último tiempo y eso está fundamentalmente explicado por el *soft spread*. El *soft spread* básicamente permite en términos generales arbitrar estos dos *spreads*. Agrega que se observa que el comportamiento de estos indicadores es perfectamente coherente con lo que se ha mostrado, esto es, un grado de menor liquidez internacional y por lo tanto, una suerte de preferencia por medidas de corto plazo.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la presentación del señor Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, con respecto al comentario del Gerente señor Lehmann sobre la proyección del precio del petróleo, consulta qué significa proyección basada en futuros, y si hay en ello algún supuesto del Banco Central de Chile.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que no se trata de una "proyección basada". Se trata simplemente de la cifra de futuros que eventualmente se pueden utilizar como proyección para el precio de la gasolina. Agrega que en todo caso, está bastante en línea con el modelo, ligeramente más elevado a mediados de 2008 y algo por debajo de lo que es el modelo hacia fines de este año. Sin embargo, se trata de cambios que no son demasiado importantes.

En cuanto a una consulta del Consejero señor Desormeaux sobre la estacionalidad en los futuros, el Gerente señor Lehmann señala que tal como en alguna oportunidad se presentó en una Minuta, la estacionalidad en la gasolina es mucho más importante que en el petróleo. En el caso del petróleo probablemente hay mayores condiciones de arbitraje que tienden a internalizar esta situación, pero sí resulta curioso que se marque muy fuertemente la estacionalidad en el caso de los futuros en la gasolina y no así en el petróleo.

Con respecto al comentario anterior, el Consejero señor Manuel Marfán comenta que la explicación de esta situación es que la gasolina es estacional y no así el petróleo. Agrega que en el caso del diesel, éste tiene una estacionalidad que es precisamente inversa a la de la gasolina porque los consumos son estacionales. En efecto, en Estados Unidos de América se tiende a consumir más diesel en el invierno del hemisferio norte y más gasolina en el verano del hemisferio norte e incluso hay derivados que tienen estacionalidades cambiadas y que no necesariamente se reflejan en una estacionalidad equivalente del crudo. El Gerente señor Lehmann señala que por la razón indicada por el Consejero señor Marfán, la estacionalidad en el caso de la bencina es bien marcada y en el caso del petróleo también se han identificado ciertos grados de estacionalidad, pero los mercados futuros al menos no lo recogen y están basados en lo señalado.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que entiende que para otros emisores distintos de Chile, los CDS han tendido a aumentar más que los *spreads* de bonos de tasa fija o más bien, recuerda que observó hace unos días atrás un gráfico de CDS para el mercado interno de Estados Unidos de América, dependiendo si eran emisores A o triple B o etc., y los aumentos parecían ser más altos que lo que eran aumentos equivalentes en bonos

4
S.C.



BANCO CENTRAL DE CHILE

de tasa fija. Indica el Consejero señor Marfán que lo que se decía en ese momento era que correspondía la clasificación que tenían al momento de emitir y que a lo mejor había errores de clasificación.

El Gerente señor Lehmann señala que en realidad lo que se observó en esa oportunidad son *spreads* de bonos que tenían como colateral hipotecas en Estados Unidos de América, por tanto no es comparable con lo que se expone en esta reunión. Agrega que si se hace de todas maneras el ejercicio de CDS para otras economías emergentes, que de hecho son perfectamente posibles de hacer, de todas maneras se observa un aumento marginal algo mayor de nuestra economía, lo cual revelaría que efectivamente hay una percepción de riesgo que al parecer está aumentando de forma algo más marcada.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón estima que los *credit for soft* deberían reaccionar antes que el riesgo país y que lo que se ha observado es que están algo más alto. Por lo tanto, estima que este problema no se ha resuelto y que se podrían ver aumentos adicionales en los próximos días, en particular con la información que se ha tenido en el día de hoy, de lo cual dará cuenta en la reunión de la tarde.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, respecto a este tema, indica que el Banco Central Europeo está inyectando cien mil millones de euros y las tasas interbancarias en Europa y Estados Unidos de América subieron en torno a 50 puntos base en dos de días. Agrega que el principal banco francés suspendió el retiro de varios fondos por sumas cercanas al 1% de sus activos y de alrededor de tres mil millones de dólares producto de incertidumbres en la valoración de la cartera de securitización de *subprime* que tenía en Estados Unidos de América. Comenta el Gerente de División señor García que en su opinión, más bien se trataría de un problema de liquidez que de dudas en la valoración de su cartera en el citado país. Por otra parte, menciona el señor García que el Bundesbank debió desmentir la realización de conversaciones con uno de los principales bancos alemanes por problemas de liquidez.

Agrega también el Gerente de División Política Financiera señor García que respecto al tema planteado por el Consejero señor Manuel Marfán, quiere complementar lo señalado por dicho Consejero, en el sentido que los instrumentos donde hay problemas de valoración son distintos a CDS, que constituyen un seguro de crédito. En cambio, los otros instrumentos se refieren a un paquete de bonos que tienen cierta clasificación, que tiene una alta la posibilidad de *default* en un bono en particular, y que se trata entonces de instrumentos bastante distintos.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, respecto al comportamiento de las bolsas mundiales señala que éstas tendieron a ajustarse con esta mayor percepción de riesgo. Agrega que en América Latina, las bolsas de mercados emergentes y ciertamente el resto de ellas han tenido una caída adicional significativa, precisamente, por esta percepción de mayor riesgo y que existe la sensación y la evidencia que se ha producido una propagación de la situación del mercado inmobiliario de Estados Unidos de América a otros mercados. Comenta también que las acciones están cayendo, y estima que en las últimas semanas se vería una caída de fondos desde economías emergentes.

4
J.C.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El Gerente señor Magendzo señala que las noticias más recientes muestran que la inflación IPC se ha elevado hasta casi 4% y sus perspectivas de corto plazo son sustantivamente mayores que lo proyectado en el *IPoM* de mayo. Esto ocurre en un contexto de copamiento de las holguras de capacidad en el curso del segundo trimestre y *shocks*, de magnitud inusual, en precios de productos específicos, exacerbado, en esta coyuntura, por el efecto de fenómenos climáticos en los precios de los perecibles. Ello intensifica el escenario de mayor inflación de corto plazo que ya se había delineado en el último par de meses, proyectándose que la inflación anual del IPC se ubicará en niveles por sobre 5% durante algunos meses. A su vez, las medidas alternativas de tendencia inflacionaria han vuelto a aumentar y se ubican en valores algo por sobre 3%, mientras que los costos laborales siguen contenidos. Por su lado, en junio el *Imacec* creció 6,1% anual, con lo que, considerando el promedio de los datos publicados, la actividad aumentó en el segundo trimestre a una tasa similar a la del primer cuarto. Menciona el señor Magendzo que las expectativas de mercado tanto para la inflación como para la Tasa de Política Monetaria se han ajustado a este escenario de cierre más rápido de las holguras y mayor inflación efectiva. Las primeras, con un aumento significativo de la inflación esperada en el corto plazo, pero con una mantención levemente sobre 3% en las expectativas a plazos mayores. Las segundas, con un empinamiento de la curva de rendimiento, que anticipa entre tres y cuatro nuevos ajustes de 25 puntos base de la Tasa de Política Monetaria en lo que queda del año 2007.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que en el mercado financiero nacional, las tasas de interés han aumentado como reflejo de la revisión de las perspectivas de inflación y la volatilidad de los mercados financieros internacionales. La curva de rendimiento volvió a empinarse, anticipando entre tres y cuatro alzas de 25 puntos base de la Tasa de Política Monetaria en lo que resta del año, una más que lo esperado el mes pasado, y entre uno y dos aumentos adicionales durante el primer semestre del año 2008. La Encuesta de Expectativas Económicas muestra expectativas de tres alzas de 25 puntos base a diciembre del 2007 y otra adicional el 2008. Comparado con los valores vigentes al momento de la reunión de julio, las tasas de los documentos nominales no mostraron mayores cambios hasta comienzos del mes de agosto, momento en que, tras la publicación del IPC de julio, tuvieron un aumento de entre 10 y 25 puntos base, dependiendo del plazo. Las tasas de interés de los papeles reajustables han mostrado mayores fluctuaciones, aunque respecto de los valores al cierre de la reunión anterior no muestran cambios relevantes.

Hace presente también, que las expectativas de inflación de corto plazo del sector privado apuntan a una inflación considerablemente por sobre 3%. A diciembre del 2007, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas la inflación se ubicaría en 4,8% anual (4,1% en julio). A un año plazo, la inflación esperada es cercana a 3,5%, reflejando la transitoriedad de parte de los *shocks* específicos que se han observado. Agrega que la Encuesta a Mesas de Dinero prevé que la inflación se ubicará en 3,6% a un año plazo, valor muy similar al que estimaban hace un mes de 3,55%. La Encuesta de Expectativas Económicas, en tanto, proyecta que la inflación a doce meses será de 3,5% (3,2% en julio). Para el segundo año, las expectativas de inflación siguen convergiendo a valores más próximos a la meta. La encuesta de mesas de dinero anticipa una inflación de 3,4% (3,3% en julio), la Encuesta de Expectativas Económicas una de 3% (igual al mes pasado) y la compensación inflacionaria de 1 en 1 contempla una inflación del orden de 3,6% (3,3% en julio). Agrega el señor Gerente que a plazos mayores, se ubican en valores algo por sobre 3%. En particular, la compensación inflacionaria de 5 en 5 contempla un 3,2% (3% en julio). Cabe mencionar



BANCO CENTRAL DE CHILE

también que la percepción de los agentes del sector privado no financiero da cuenta de un aumento relevante en las expectativas de inflación. Menciona también el señor Magendzo que la Encuesta a Consumidores del IPEC de Adimark de julio, muestra un nivel récord de los encuestados que creen que los precios subirán “mucho” en los próximos doce meses. Asimismo, la Encuesta a Empresarios del IMCE señala que las expectativas de inflación a doce meses de los encuestados pertenecientes a los sectores de comercio e industria se ubican cercanas a 4% en julio (3,2% en junio).

Por otra parte, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que en julio, las colocaciones bancarias privadas crecieron a tasas anuales similares a las del mes anterior, lo que sumado al mayor crecimiento del dinero, apoyan un escenario de condiciones financieras favorables. En líneas generales, la evolución de las colocaciones es coherente con tasas de interés de mercado estables para empresas y algo mayores para los hogares, lo que se desprende de la Encuesta de junio sobre Créditos Bancarios del Banco Central de Chile. En ella se percibe una mayor demanda por créditos en todos los sectores y condiciones de otorgamiento de créditos más flexibles para las empresas, en particular para las *pymes*, y más restrictivas para créditos de consumo. Cabe mencionar que las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario han mantenido constante el margen respecto de la tasa libre de riesgo. El dinero continuó creciendo a tasas elevadas, incluso mayores a las del mes anterior, destacando la reaceleración que presentó el M1 y el aumento de la tasa de expansión del M3 que es la mayor desde 1998.

Señala el señor Magendzo que después de descender hasta \$513 en la semana siguiente a la reunión de julio, la paridad peso/dólar aumentó, al igual que lo sucedido con otras monedas durante el episodio de volatilidad externa, ubicándose actualmente algo por sobre \$520. La depreciación multilateral fue menor, excepto en el caso del TCM-5, donde incidió la apreciación que ha tenido el yen durante las últimas semanas. Con información preliminar, el TCR en su medición 1986 = 100 se ubica en 94 en agosto, nivel en torno al cual ha fluctuado durante los últimos tres meses.

Menciona el señor Magendzo que los indicadores de actividad y demanda de junio siguieron en línea con el mayor dinamismo que se observó a lo largo del segundo trimestre. El Imacec aumentó 6,1% anual, 5,8% considerando la existencia de un día hábil más. Con ello, atendido el promedio simple de los Imacec publicados a la fecha, en el segundo trimestre la economía habría crecido 5,8% anual, tasa similar a la del primer cuarto. Este valor es superior a lo previsto en el *IPoM* de mayo y apunta a que el nivel de actividad sería similar a su nivel de tendencia.

Asimismo, comenta el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que en junio el crecimiento anual de los indicadores de consumo continuó con la fortaleza de los meses previos, siendo, en promedio, superior al del mes anterior y en línea con lo registrado en el primer trimestre del año. Las expectativas de los consumidores, a diferencia de lo que arrojan las cifras de consumo, siguen en el lado pesimista, con un deterioro importante en julio y una trayectoria descendente desde comienzos de año que es refrendada por la medición de la Universidad de Chile a junio. Por su lado, el crecimiento anual de las ventas de viviendas nuevas informadas por la Cámara Chilena de la Construcción nuevamente tuvo un descenso importante en junio de menos 15,5% (menos 13% en mayo y 5% promedio entre los meses de enero y abril), con lo que el número de meses para agotar el stock aumentó a casi 18 (16 el mes pasado). La inversión, en todo caso, sigue configurando un escenario de mayor crecimiento. En julio, el nivel de las importaciones de bienes de capital se mantuvo en torno a US\$ 575 millones —como ha sido la tónica desde abril— y con tasas de incremento anual del orden de 10%. Por otro lado, la revisión de junio del Catastro de Obras de Ingeniería de la



BANCO CENTRAL DE CHILE

Corporación de Bienes de Capital mostró un incremento en la inversión total esperada para el trienio 2007-2009, respecto de su versión del mes de marzo.

Hace presente el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que con información provisoria, en el mes de julio el valor de las exportaciones creció alrededor de 10% anual y el de las importaciones lo hizo en cerca de 30%. En las exportaciones destaca el crecimiento de los envíos industriales, mientras en las importaciones resalta el dinamismo tanto de las de consumo como de las intermedias no petróleo.

Señala el señor Magendzo que en la actividad sectorial, en el mes de junio destacó la mayor contribución de industria —asociada principalmente a la producción de celulosa— y de los sectores de servicios, con una recuperación del comercio. Lo anterior continuó siendo compensado parcialmente por la incidencia negativa de EGA, que obedece al menor valor agregado de la generación eléctrica, por la escasez del recurso hídrico que ha debido ser reemplazado por combustible, y al menor abastecimiento de gas.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que los datos del mercado laboral de junio continuaron mostrando un crecimiento importante del empleo en términos anuales de 3,4%, con un empleo asalariado que continuó registrando tasas del orden de 5% anual y aquel por cuenta propia que presentó por segundo mes consecutivo una tasa de variación anual positiva. Agrega, que la tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, disminuyó a 6,2% menos 0,2 punto porcentual respecto del mes previo, con lo que acumuló una disminución cercana a un punto porcentual en los últimos cuatro meses. Estos niveles son bajos comparados con el promedio de los últimos veinte años y con varias estimaciones disponibles para la tasa natural de desempleo. Indica también que el panorama de escasas holguras que se avizora a partir de los datos del mercado laboral del Instituto Nacional de Estadísticas, es corroborado por la Encuesta de Empleo de la Universidad de Chile, que da cuenta de un descenso de la tasa de desempleo del Gran Santiago y que el empleo continúa dinámico.

Agrega el señor Magendzo que como ha sido habitual en los últimos meses, pese a las escasas holguras en el mercado laboral, la información más reciente sigue apuntando a presiones inflacionarias relativamente acotadas por el lado de los salarios y costos laborales. El incremento anual del costo de la mano de obra se mantuvo en 4,7%, a la vez que su velocidad de expansión disminuyó. El crecimiento anual del IREM sigue ampliando la brecha respecto del observado para el CMO, subiendo a 6,7% anual. El incremento nominal anual del Indicador de Remuneraciones de la Asociación Chilena de Seguridad aumentó a 4,3%, revirtiendo parte de la caída del mes anterior. La tasa de variación anual de las diferentes medidas de CLU tuvo movimientos mixtos, ubicándose en un rango entre 1% y 2,5%, a la vez que sus velocidades de expansión continúan aumentado.

Indica el señor Gerente, que en el mes de julio la inflación IPC volvió a resultar sorpresivamente alta, llegando a 1,1% (3,8% anual). El IPCX e IPCX1, en tanto, aumentaron 0,8% en el mes (3,5% y 4,0% anual, respectivamente). Nuevamente destacó el incremento en el precio de algunos alimentos, en particular de productos lácteos, pan y verduras frescas. La velocidad de expansión del IPCX1 volvió a aumentar, ubicándose por sobre 5% en el trimestre móvil mayo-julio. Las medidas alternativas de tendencia inflacionaria aumentaron, acercándose en un caso a 4% y en los otros dos situándose entre 3% y 3,5%.

Menciona también el Gerente señor Magendzo que el escenario de inflación de corto plazo nuevamente ha sido impactado al alza por *shocks* en los precios de los alimentos. A los aumentos de precios previamente identificados —maíz, trigo, leche y sus derivados— se sumó un incremento significativo en el precio de verduras frescas, debido a las desfavorables condiciones climáticas del actual invierno. Además, durante el mes de julio se anunciaron



BANCO CENTRAL DE CHILE

aumentos en las tarifas eléctricas. Pese a que el impacto en la inflación es de una magnitud considerable en el corto plazo —especialmente por el inusual escenario de tamaño y acumulación de *shocks* en un mismo momento del tiempo—, se debe seguir teniendo en consideración que la observación de los restantes componentes de la canasta del IPC no muestra, por ahora, un incremento generalizado de precios. De hecho, excluidos los precios de los alimentos, el incremento anual del IPCX1 se ubicó en 2,3% en julio, valor muy similar al promedio del primer semestre y del año anterior. Aún más, una medida de IPC que no considera los precios de la energía y los alimentos —quedando 68% de la canasta— muestra un descenso en sus tasas de incremento anual desde fines del año 2006 a la fecha.

Finalmente, señala el señor Magendzo, que en línea con la evaluación que la mayor parte de los *shocks* que están afectando a la inflación son fenómenos que impactan por una vez al nivel de precios y que, por lo tanto, durante el año 2008 implicarán una caída de la inflación anual, las expectativas de inflación del sector privado muestran el ya comentado aumento en el muy corto plazo que es revertido hacia delante, acercándose a 3% más adelante.

Se deja constancia que el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, se retira de la Sala a las 12:10 horas, habiendo dado previamente las explicaciones pertinentes al señor Presidente de la Institución.

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

En relación a empleo, el Vicepresidente señor José De Gregorio pregunta si en una perspectiva mensual respecto de dos años atrás, observando una tasa de desempleo baja, se debió haber pensado en la posibilidad de una baja de un punto a lo menos con respecto de la tasa neutral. Estima que esto es un aspecto que requiere algo más de atención para entender lo que sucede, por las implicancias que podría tener en lo que se está midiendo como brecha y su impacto en la política monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que confirma el panorama descrito por el señor Vicepresidente, ya que una opción sería decir que los datos son buenos, pero al conocer que otros países tienen un panorama similar, puede hacer pensar que lo que se está observando es que efectivamente el desempleo está muy bajo y los salarios no están subiendo.

El Gerente de División señor Rodrigo Valdés señala que la pregunta es por qué los salarios no aumentan. Agrega, que el problema que se presenta es que empíricamente las ecuaciones de salarios en muchos países, pero en particular en Chile, son muy poco sensibles históricamente a las brechas, ya que tienen grandes rezagos y se realizan promedios anuales.

En consecuencia, cree que existen pocas posibilidades de que se pueda develar lo que está pasando, aunque no resulta raro el fenómeno que está sucediendo. En algunas ocasiones se ha producido el hecho que los salarios reales no son sensibles a las condiciones cíclicas, contrario a lo que sucedió durante los años 1999 a 2002, en que los salarios reales continuaron subiendo con un desempleo muy alto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Jorge Desormeaux sobre este mismo tema, señala que en los Estados Unidos de América se da la misma discusión que está anticipando el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo, y que la explicación que ha observado es que se trata fundamentalmente, de un cambio de conducta que se relaciona con los efectos de la globalización, y se traduce en una preocupación de los trabajadores por priorizar la estabilidad de sus empleos, más que obtener mayores ganancias de remuneraciones.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que desea realizar dos comentarios sobre el particular. En primer lugar, indica que en cualquier ecuación de salarios que se utilice en Chile, hay que incluir los efectos de indización de éstos, ya que existen elementos de la inflación pasada que están explicando qué sucede con los salarios. Agrega que no desearía que producto de la inflación actual, en los próximos tres o cuatro meses se piense que estaría repercutiendo en los salarios por efecto de indización de los mismos. Señala que tiene la impresión que sería importante contar con datos de salarios no solamente reales, sino que también descontado el efecto de indización.

En segundo lugar, indica que éstos son los típicos casos en que a pesar que la evidencia empírica no lo acompaña en el futuro, en un mercado del trabajo ajustado terminan subiendo las remuneraciones o, al revés, que las remuneraciones normalmente elevadas terminan afectando al empleo.

Agrega el Consejero señor Marfán, que no renunciaría a seguir manteniendo cierta elasticidad de efectos y, por lo tanto, esto obviamente apunta en la dirección en que la política económica debe adoptar medidas preventivas, conociendo que esto eventualmente pudiera ocurrir. Menciona que una analogía similar se podría realizar respecto del tipo de cambio y exportaciones en que nunca se muestran relaciones que en el largo plazo están igualmente vinculadas.

En relación al tema de las remuneraciones, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Esteban Jadresic indica que un dato interesante de observar son las cifras por sectores. Agrega que si se considera que el índice de base 100 del 2006 desde entonces a esta fecha el que más ha crecido es el de la construcción que es donde se cree que existe mayor flexibilidad, y después se observan sectores como enseñanza, minería que resultan importantes; también el comercio que es un sector que se puede pensar que tiene alguna inseguridad, en cambio los que corresponden principalmente a la administración pública probablemente tengan incrementos más lentos de remuneraciones.

En materia de inflación a doce meses, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si es posible calcular en el IPC cuánto de la variación anual que muestra se estaría proyectando ahora y lo que sucedió con los aumentos de precios que ya se produjeron o es producto de una aceleración inflacionaria adicional en los meses que restan y que no se habían previsto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que en los datos con que cuenta están los del mes de julio y que este tema lo estudiarán y que para el *IPoM* se podría hacer la comparación sólo hasta el mes de octubre.

4
J.C.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés menciona que cuenta con algunas cifras que están en el documento sobre opciones, que indican que es 1% más de inflación para los próximos tres meses con respecto del escenario del mes pasado.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que si todo ese 1% de inflación adicional para los próximos meses se devolviera posteriormente, se trataría de un *flip flop* inflacionario, pero mientras no se tenga una proyección confiable más de mediano plazo, esta situación se mantendría pendiente. Agrega que, observando solamente cómo se han ajustado las expectativas del sector privado, la inflación *forward* 1 en 1 estaría también aumentando, es decir que el sector privado estaría pensando que existe una inflación también más alta entre el mes doce posterior y el mes veinticuatro, salvo que suceda algo muy extraño en los meses que faltarían para completar veinticuatro meses, lo que haría pensar en la existencia de una aceleración de la inflación con magnitudes diversas en velocidad a lo largo de los próximos veinticuatro meses, respecto a lo que se percibía hace un mes atrás.

El Consejero señor Jorge Desormeaux consulta cuál sería la diferencia que existe entre estas proyecciones de inflación para los meses de agosto, septiembre y octubre y las del mercado.

El Vicepresidente señor José De Gregorio acota que el mercado está en 4,8%.

Sobre el particular, el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón señala que los seguros de inflación en los próximos doce meses están en 3,70; agrega que para los próximos meses tiene una cifra de 0,50 o algo menos y después 0,40 para los próximos dos meses. Menciona el señor De Ramón que el mes pasado este seguro de inflación estaba en 3,35, es decir ha subido 40 puntos base.

El Consejero señor Manuel Marfán sugiere construir una *forward* de inflación, tal como se tiene una *forward* de Tasa de Política Monetaria, donde se tienen fechas de manera de comparar permanentemente cómo están cambiando las expectativas de inflación para periodos equivalentes, adecuándolas según nuestras correcciones en las expectativas de mercado o las proyecciones muy de corto plazo. El Presidente señor Vittorio Corbo señala que se agregará lo solicitado por el Consejero señor Manuel Marfán.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Beltrán De Ramón señala su intención de efectuar un comentario que no realizó cuando se trató el tema de mercados financieros, y que se refiere a que la compensación inflacionaria de 1 en 1 contempla en los datos del Banco un 3,39%, pero la encuesta que se efectúa a los operadores está en 3,40%; la de 12 meses está en 3,65%; y la que se efectúa a las mesas de dinero se encuentra en 3,60%. Agrega, que pocas veces se observa esta equivalencia y cree que esto puede estar influido por cambios de portafolio producto de los aumentos de límites de las AFP.

Comenta también el señor De Ramón que no se cuenta con evidencia que no pueda ocurrir después algún efecto que esté sustituyendo y vendiendo papeles. De hecho en los *spreads* con que se mide no se aprecia, ya que incluso han bajado, y los bancos no tienen ningún problema en este momento para financiarse, aumentado la tasa *prime*, ya que también han aumentado las expectativas a través de la tasa *swap*. Le parece que en esta coyuntura las



BANCO CENTRAL DE CHILE

compensaciones están bien definidas, y no aprecia ningún punto en que se pudiera decir que no representa lo que el mercado está pensando.

En relación a la información entregada por el Gerente de Análisis Macroeconómico, en cuanto al tema de expectativas de tasa de política monetaria, el Vicepresidente señor José De Gregorio comenta que en su opinión existen dos hipótesis que se comentan en la prensa. La primera, que están subiendo los alimentos y si se observa el IPCX1, muestra aumentos en el margen, lo que en su opinión indica que existe una presión para subir la tasa; y la otra visión, independiente de la recomendación de política, señala que el aumento de la inflación es explicable fundamentalmente por alimentos y combustibles y si éstos no existieran no habría indicadores actuales de presiones inflacionarias. Agrega que quisiera evaluar estas hipótesis.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés comenta que en su opinión la mejor tecnología para resolver estas dudas la constituyen las nuevas medidas de tendencia inflacionaria que observamos. Agrega que existe bastante influencia de otros precios que pueden estar subiendo por el efecto que provoca la situación económica de otros países. Señala que no le parece que la inflación esté subiendo por presiones de demanda. Lo que sí se observa es que las holguras son suficientemente bajas de manera que si siguen estrechándose y la economía crece en el futuro más que el potencial, ya que el desempleo sigue bajando, se podría esperar que se materialicen más de esas presiones. Asimismo, otro tema que le parece importante es que no existen *shocks* muy específicos que pudieran afectar a expectativas de segundas vueltas.

El Presidente señor Vittorio Corbo comenta que hubiera pensado que en este momento se comenzará a ver una desaceleración más fuerte de crecimiento M1, atendido el alto aumento en el costo de material de dinero, ya que si la demanda está cayendo y la oferta sigue creciendo, igual existe algún problema y esperaría que la demanda empiece a contradecir este fenómeno, lo que no se observa.

El Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés señala que le parece un comentario interesante, pero el reflejo de eso es que la demanda por dinero tuvo un error de proyección gigantesco, porque se tiene un aumento de costo monetario y el dinero sigue creciendo. Por lo tanto, se materializa un gran shock instantáneo para lo que no existe una respuesta.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13.45 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° 111.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón señala que quiere responder una pregunta efectuada por el Consejero señor Jorge Desormeaux en la reunión de la mañana, en el sentido de conocer mes por mes cómo está la proyección del mercado en relación al Banco. Señala el señor De Ramón que para agosto el mercado tiene una proyección de 0,6 y el Banco Central de 0,7, o sea el Banco tiene una décima más. Agrega



BANCO CENTRAL DE CHILE

que para septiembre el mercado tiene una proyección de 0,5 y el Banco Central de 0,6, o sea hay otra décima más. Y para el mes de octubre el mercado tiene una proyección de 0,0 y el Banco Central de 0,2, o sea dos décimas más. Indica que en total son cuatro décimas más de proyección del Banco Central, en los próximos tres meses, en relación al mercado. Menciona además el señor Gerente, que para los meses siguientes la situación se invierte y en los dos meses posteriores el Banco Central de Chile presenta una proyección negativa y el mercado una de cero, presentándose cuatro décimas más para el otro lado.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, indica que también quiere agregar un par de noticias que son importantes a propósito de las turbulencias que se observaron hoy día. Menciona que las expectativas de movimiento de política monetaria en Europa se vieron modificadas justamente por las turbulencias producidas en esa zona. Indica que ayer se consideraban dos aumentos de tasa, y hoy día hay uno que se confirma y que está bien asentado para septiembre, pero el segundo aumento tiene una probabilidad de solo 50%. Comenta que también hubo un cambio en las expectativas de movimiento de tasa en Europa. Agrega que además de la intervención o el aumento de liquidez que hizo el Banco Central Europeo, la Reserva Federal también hizo una inyección de liquidez de 24 billones de dólares, por lo cual se están desanclando las tasas interbancarias respecto a la tasa de política monetaria. De hecho, menciona el señor Gerente, la apertura del *soft spreads* que mide la estrechez de liquidez, está aumentando aproximadamente cinco puntos base y tras la inyección de liquidez referida que hizo la Reserva Federal tendió también a caer, volviendo a valores normales. Agrega que el precio del cobre no capturó todas estas turbulencias porque ya estaba cerrada la Bolsa de Londres y que en Nueva York su valor estaba en 3,36 dólares la libra y eso podría anticipar que mañana también Londres cierre con una baja significativa.

El Presidente señor Vittorio Corbo consulta cómo cerró el cobre en la Bolsa de Londres en el día de hoy, señalando el señor Lehmann que la cifra fue de 3,48 dólares la libra.

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

Menciona el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés que en la Reunión de Política Monetaria de julio, el Consejo acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 5,25% anual, luego de mantenerla en cada una de las reuniones desde febrero pasado. Indica que en la última Reunión se consideró que ello era coherente con holguras de capacidad menores que las previstas en el último *IPoM* y que resultaba necesario para que la inflación proyectada en torno a dos años se ubicara en 3%. Agrega el señor Valdés que se consideró además, que la inflación estaba por encima de lo proyectado, influida por el precio de los combustibles y por el alza de los alimentos. Por último, señala que se mantuvo un sesgo contractivo en el comunicado, con un horizonte de alzas de tasas "en los próximos meses".

El señor Rodrigo Valdés menciona que con el análisis efectuado hasta ahora, le parece que las opciones más plausibles para esta reunión son aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base o en 50 puntos base, habiendo méritos para ambas opciones.

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

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

- En el lado externo, la mayor noticia fue la ampliación de los *spreads* de riesgo de crédito en diferentes mercados, a partir del nerviosismo que ha generado la situación de los préstamos hipotecarios en Estados Unidos. Ello también provocó volatilidad y ajustes en bolsas, premios soberanos y paridades. Si bien las proyecciones de crecimiento mundial se ajustan marginalmente al alza, la relativa debilidad de los indicadores coyunturales en Estados Unidos de América y un eventual deterioro de las condiciones crediticias podrían reducirlas en los próximos meses.

- Los precios del cobre y del petróleo se mantienen altos, cerca de US\$ 3,5-3,6 la libra y US\$ 72-75 el barril, respectivamente. Señala que ello motiva una importante revisión al alza en sus precios proyectados para el año en curso y en especial para el 2008.

- En el mercado financiero interno, el cambio más notorio fue el nuevo empinamiento de la curva de rendimiento en su plazo más corto, luego del elevado IPC de julio. Los precios financieros reflejan una Tasa de Política Monetaria de entre 6 y 6,25% a fines de año, cerca de 25 puntos base más que el mes pasado. Las tasas de interés nominales de mediano y largo plazo tuvieron un ajuste al alza, mientras que en UF se mantienen en niveles similares a los de hace un mes, pero con importantes vaivenes. Por el lado de los agregados monetarios, crediticios y de las tasas cobradas por el sistema, no hay grandes noticias, manteniéndose las condiciones financieras favorables y el peso se ha mantenido relativamente estable.

- La actividad del segundo trimestre habría crecido cerca de 6%, 3-4 puntos por sobre lo proyectado en el *IPoM*, aunque similar a lo proyectado hace un mes. Excluyendo recursos naturales, el crecimiento del producto habría sido de 6,4%, 1¼ puntos sobre lo proyectado en el *IPoM*. Con ello se estima que el nivel de actividad sería similar a su nivel de tendencia.

- En el mercado laboral continúa una alta creación anual de empleos y vuelve a sorprender el bajo desempleo, que llega a 6,2% desestacionalizado. La encuesta trimestral de la Universidad de Chile entrega un cuadro comparable.

- Una vez más, en junio la inflación fue considerablemente mayor que la proyectada, también por aumentos inesperados de los precios de algunos alimentos, en especial los perecibles e ítems específicos del rubro alimentos del IPCX1. El panorama de inflación de corto plazo vuelve a corregirse al alza y se ubica muy por encima del proyectado en el escenario base del *IPoM* anterior y en la última Reunión de Política Monetaria. Las medidas alternativas de tendencia inflacionaria volvieron a aumentar levemente y se ubican entre 3% y 4%.

- Los indicadores de expectativas de inflación del sector privado reflejan estos cambios, con alzas marcadas a plazos cortos. Las expectativas de inflación de mayor plazo se ubican cerca de 3%. Si bien algunos indicadores de expectativas de mediano y largo plazo son algo mayores que 3%, no se encuentran sobre los niveles alcanzados en episodios anteriores de inflación elevada.

- La discrepancia entre CMO e IREM se mantiene, al igual que el panorama relativamente benigno por el lado de los costos salariales.

Menciona el Gerente de División Estudios que con los antecedentes disponibles, las opciones más plausibles para esta reunión son aumentar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base o en 50 puntos base.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Señala el Gerente de División Estudios que en la Reunión de Política Monetaria anterior, se analizó cómo el cierre de holguras se produjo más rápido que lo proyectado, y que el hecho que la tendencia inflacionaria se ubicara algo sobre 3%, hacía necesario ajustar la Tasa de Política Monetaria de manera de reducir el estímulo que provee la política monetaria. En todo caso, agrega, cuán rápido llevar la Tasa de Política Monetaria a su nivel neutral, las distintas estimaciones de la Tasa de Política Monetaria neutral la ubican por encima de 6%, era una pregunta de implementación y dependía, entre otros factores, de la evaluación de si esta situación de menores brechas persistiría. Por encima de esto, además, se enfrentaba un *shock* de precios de alimentos inusualmente intenso, cuya persistencia era difícil de precisar y que, sumado al elevado precio de los combustibles, implicaba un riesgo por eventuales efectos de segunda vuelta y desanclaje de expectativas. En ese cuadro, la estrategia de aumentos de la Tasa de Política Monetaria podría tener que acelerarse de manera de prevenir estos efectos de segunda vuelta.

Comenta el señor Gerente que el análisis anterior sigue siendo válido e implica que es necesario continuar aumentando la Tasa de Política Monetaria, sin perjuicio de la necesidad de considerar aspectos de implementación para decidir la dosis y la oportunidad. De hecho, las cifras de actividad y demanda refuerzan el cuadro de cierre de holguras discutido el mes pasado. Por otra parte, agrega que las novedades en el lado de la inflación sí modifican el panorama de inflación de corto plazo. En particular, señala que la profundización del *shock* de precios de alimentos y, en alguna medida de energía, intensifican el panorama de inflación elevada en el corto plazo. Agrega que se proyecta que la inflación superará el 5% por algunos meses, reflejando tanto efectos base, inflación ya materializada, como una mayor inflación proyectada para el corto plazo, del orden de 1% acumulado en los próximos 3 meses, mayor que lo proyectado hace un mes.

De esta manera, indica el señor Gerente que se puede justificar un alza de 25 puntos base aún sin las novedades que se han tenido durante el último mes. Con las novedades, en particular el registro de inflación muy por encima de las expectativas, se puede argumentar que un alza de 25 puntos base es el ajuste mínimo de la Tasa de Política Monetaria para esta Reunión.

Comenta don Rodrigo Valdés que se puede justificar un aumento de 50 puntos base, considerando que en el escenario más probable, de todas formas será necesario aumentar la Tasa de Política Monetaria en los siguientes meses para reducir el estímulo monetario que prevalece, y que un ajuste de esta magnitud envía una señal más potente de compromiso con la estabilidad de precios, en particular cuando el mercado espera mayoritariamente un aumento de 25 puntos base. Señala que esto puede ser apropiado, considerando que si bien las expectativas de inflación a mayores plazos del sistema financiero se mantienen cerca de 3% y no muestran mayor diferencia con episodios anteriores en que la inflación ha excedido la meta, la inflación estará por algunos meses muy por sobre 3% y existe mayor visibilidad pública de las alzas de precios. Esto último agrega, ya se refleja en encuestas a hogares y empresas y en el tratamiento que la prensa le da al tema. Además, esta situación, sumada a la aparente inexistencia de holguras relevantes, en particular el bajo desempleo, podría alimentar efectos de segunda vuelta en salarios y otros precios e incluso hacer peligrar el anclaje de expectativas. Menciona que un alza más agresiva de la Tasa de Política Monetaria ayudaría a temperar estos riesgos.

Por otro lado indica el señor Gerente de División, un aumento mayor de 25 puntos base tiene algunas desventajas. Primero, si bien no se perciben holguras, debe tomarse en cuenta que el alza de la inflación está focalizada en una gama acotada de productos. Por ejemplo, si se excluyen los alimentos del IPCX1, lo que deja una canasta que representa el 51% del IPC total, este indicador tiene un aumento anual menor de 2,5% y una tendencia estable. Si



BANCO CENTRAL DE CHILE

se excluyen alimentos y energía del IPC, lo que deja una canasta que representa el 68% del total, se llega a una inflación menor de 2% y con tendencia reciente a la baja. Existe por lo tanto el riesgo que, de revertirse el precio de los productos que han sufrido alzas inusuales, la inflación disminuya relativamente rápido.

En segundo lugar, menciona el señor Valdés, la situación de turbulencia y ajuste en los mercados financieros internacionales genera un grado importante de incertidumbre respecto del curso más apropiado para la política monetaria. Por ejemplo, agrega, podría darse un cuadro futuro de debilidad cíclica global, que requiera de una política más acomodaticia, con lo que podría ser recomendable seguir un curso de ajustes menos intensos a la espera de mayor información.

En tercer lugar señala el señor Rodrigo Valdés, al ser un ajuste mayor que el esperado, un alza de 50 puntos base podría leerse como una reacción a perspectivas inflacionarias de corto y mediano plazo mayores que las que tiene el mercado, con el consiguiente efecto en las tasas de interés y el tipo de cambio. Indica que con todo, las proyecciones internas de inflación de corto plazo son algo mayores que las que maneja el mercado.

Por último, menciona el Gerente de División Estudios que es probable que la comunicación de aumentos de la Tasa de Política Monetaria más acotados, pero continuados, sea menos compleja que la alternativa de un aumento más significativo en esta reunión. En particular, no está claro qué tipo de sesgo entregar en el caso de un aumento de 50 puntos base. En cambio, un aumento de 25 puntos base y reforzar el sesgo de las últimas reuniones, por ejemplo a través de comunicar la posibilidad de aumentos de la Tasa de Política Monetaria más frecuentes, e incluso mayores si se percibe un desanclaje de expectativas, debería ser fácilmente comprendido.

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

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel comenta que las novedades significativas del mes están encabezadas por los aumentos intensos por encima de los incrementos ya verificados en meses previos, en los precios de alimentos y en los de energía. Señala que ello permite anticipar con más fuerza que el mes pasado en Chile al igual que la mayoría de los países del mundo, enfrenta con probabilidad una deflación futura. Indica que nuevamente se advierte que no se trata de una deflación de un nivel agregado de precios, sino una caída anticipada y significativa de algunos precios de productos primarios que tendrán efectos temporarios y negativos sobre la variación del nivel agregado de precios futuros. Menciona además el señor Gerente, que se presume que habrá bienes agrícolas en que los precios se revertirán en el corto plazo, como es el caso de las papas, mientras que en otros casos como la leche y los granos, los shocks inflacionarios pueden ser más persistentes. Agrega que en el caso extremo está el petróleo y sus derivados, para los cuales el escenario base interno y los escenarios externos de terceros proyectan una muy lenta y sólo parcial reversión hacia los niveles internacionales observados hace 4 ó 5 años atrás. Indica el señor Gerente que, dependiendo del grado estimado de persistencia de estos *shocks* de oferta verificados en los últimos meses, son cinco las razones por las cuales la política monetaria pudiera reaccionar en una dirección o en otra, ante *shocks* de oferta de este tipo. En primer lugar, por una preocupación exacerbada por la inflación IPC de corto plazo que reflejaría una tasa subjetiva de descuento muy elevada en las preferencias del Banco. En segundo lugar, por una preocupación exacerbada del Banco por el producto. En tercer término,



BANCO CENTRAL DE CHILE

porque los *shocks* de oferta podrían tener un efecto muy negativo sobre el producto efectivo del ingreso disponible y la demanda y por ende sobre los precios y la inflación. Cuarto lugar, por efectos de segunda vuelta en salarios y precios de otros bienes y servicios, y por último, por un incremento en las expectativas de inflación en el horizonte de política relevante.

Estima el Gerente de Investigación Económica, que ninguno de los argumentos anteriores, ni en forma individual, ni menos en forma combinada, porque tienen signos distintos, tienen una implicancia nítida de acción en la coyuntura actual. Señala que la persistencia y la reversión de los *shocks* es muy incierta, los efectos sobre la brecha de producto de los *shocks* de oferta son acotados y de signo específico del producto respectivo, importable o exportable. Agrega que el Banco Central de Chile tiene un horizonte de política monetaria explícito en torno a dos años y no a tres, seis o doce meses. Los efectos sobre salarios y precios y bienes y servicios, parecen muy acotados a la fecha y las expectativas de inflación aún parecen ancladas. Sin embargo, manifiesta que en este mes se han observado aumentos que estima que no son despreciables en las expectativas de inflación a distintos plazos. Agrega el señor Gerente que no preocupa mayormente la compensación inflacionaria a un año plazo, que está en 3,65% ayer y hoy día, y que incluso ha bajado en 28 puntos base respecto al mes anterior. Sin embargo, estima que la compensación inflacionaria de uno en uno ha aumentado a 3,4% y la de tres en dos a 3,2% y esos aumentos son de alrededor de 15 a 20 puntos base con respecto a julio. Indica que estos niveles *per se* no preocupan en lo absoluto.

Menciona el señor Schmidt-Hebbel que como se ha destacado en la Minuta de Opciones, se ha observado en períodos inflacionarios previos que la distancia entre estas expectativas y el 3% meta en términos absolutos fue bastante mayor, incluso en episodios previos como el de baja inflación y con signo contrario hace tres o cuatro años.

Menciona el Gerente de Investigación Económica que lo que sí cabe destacar y que es importante, es que este aumento de la medida de compensación inflacionaria, ya sea por aumento en las expectativas puras, o en los premios de inflación y liquidez, coincide con un desplazamiento notable de la curva de rendimiento para la Tasa de Política Monetaria futura, especialmente en sus tramos cortos. Es decir, el mercado exige una compensación inflacionaria en torno a 3,3% en un horizonte en torno a dos años, en promedio entre uno en uno y tres en dos más menos, pero esto condicional a tres aumentos de la Tasa de Política Monetaria hasta diciembre de este año y otros tres adicionales hasta diciembre de 2008, cuando la tasa según el mercado llegaría a 6,75%.

Otro antecedente importante este mes, agrega el señor Schmidt-Hebbel, lo constituye la confirmación de un vigoroso escenario de actividad, brecha y demanda para este año y probablemente para el 2008. El PIB está creciendo y se proyecta que seguirá haciéndolo al 6%, que son 100 puntos base por encima del producto de tendencia, pero a lo mejor esta estimación está en torno a 5%, con la consiguiente velocidad del cambio en la brecha de producto a un ritmo de 100 puntos base anual. Señala que la tasa de desempleo se ubica 100 puntos base o más por debajo, pero distinta estimación tiene el índice *NAIRU*. Comenta que la demanda agregada está creciendo anualmente a 8,3% promedio proyectado. Indica que entre el segundo y el cuarto trimestre de este año nuestro escenario base es 230 puntos base por encima del crecimiento ya elevado de 6% del PIB. Este crecimiento de la demanda se sustenta en una expansión históricamente elevada del crédito, que nuevamente llegó a récord en los últimos meses y en el mes pasado en particular y en tasas aún bajas; esas tasas bajas se reflejan en un impulso monetario actual estimado todavía en 2% del PIB. Menciona el señor Gerente que con una brecha producto actual estimada para ahora en cerca de cero, más menos algo, pero con proyecciones para la brecha futura, crecientemente positiva para los siguientes 24 meses y además, una demanda más reforzada por las noticias de un aumento de 10% de nuestra propia proyección interna del precio del cobre para el año 2008, por implicancias



BANCO CENTRAL DE CHILE

fiscales y privadas, la consecuencia para la política monetaria apunta a la necesidad de un cierre rápido de la brecha negativa de la Tasa de Política Monetaria efectiva y la mejor estimación de tasa de interés neutral. Indica el señor Gerente de Investigación Económica que este diagnóstico, que es octogonal a la verificación de los *shocks* de oferta recién pasados y sus posibles regresiones futuras, está presente desde hace muchos meses en la economía chilena, pero son los datos recientes del último mes y los de los últimos meses, que han reforzado su validez.

Se pregunta el señor Schmidt-Hebbel, cuán rápido debiera ser el cierre de la brecha negativa de tasa de política y la brecha cero actual positiva futura del producto. Comenta que además de las preferencias del Consejo del Banco, la opción de 25 puntos base y 50 puntos base estaría influida por las expectativas de mercado, las consideraciones tácticas de comunicación y los riesgos de desviación en el escenario central base expuesto en la reunión de la mañana. Agrega que si los riesgos de desviación en el escenario central fuesen bajos, en especial los riesgos hacia la baja en producto, si se enfrentase un riesgo serio de desanclaje de expectativas privadas o si el mercado esperase una alza mayor de Tasa de Política Monetaria, recomendaría subir la tasa en 50 ó 75 puntos base.

No obstante, considera que existen dos argumentos de peso en contra de esas opciones. En primer lugar, señala el señor Gerente, se enfrenta hoy un riesgo más significativo que hace un mes, de que el actual mercado de hipotecas riesgosas en Estados Unidos de América, que ya ha tenido los coletazos financieros descritos de envergadura en Europa hoy día y hace diez días atrás, con intervención del Bundesbank y apoyado por bancos privados alemanes, involucre un ajuste severo con implicancias reales negativas en la economía mundial. Este es un escenario de desviación del escenario base, pero su probabilidad ha aumentado. En segundo lugar, menciona el Gerente de Investigación Económica que el mercado no anticipa hoy un alza mayor a 25 puntos base. Por lo tanto, recomienda subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, comunicando al público para lo cual se remite a la Minuta de Opciones, la posibilidad de aumentos futuros de Tasa de Política Monetaria, más frecuentes e incluso mayores si se percibiese un desanclaje de expectativas.

El señor Esteban Jadresic comenta que está de acuerdo con el análisis y la propuesta de la Gerencia de División Estudios. Estima que hay dos elementos fundamentales detrás de esto. En primer lugar, no resulta sorprendente el 1,1% de inflación, sino que tiene que ver más con la necesidad de anticiparse a las probables presiones inflacionarias de demanda que se podrían estar generando por el cierre de brechas, más rápido que lo previsto, lo que se refleja en el diagnóstico de un crecimiento de actividad más rápido en el segundo trimestre, como también las nuevas sorpresas en la tasa de desempleo que sigue cayendo, con el consiguiente impacto que tiene sobre presiones inflacionarias de demanda a futuro. Agrega a este diagnóstico, la información que se mencionó en la mañana que le parece bastante relevante y que no conocía previamente, esto es, que los salarios de sectores donde los contratos parecen revisarse más frecuentemente, están mostrando incrementos muy superiores a los del resto de los salarios, lo que ha llamado la atención por varios meses, en el sentido que hace tiempo que los salarios en el mundo parecieran no estar creciendo de manera significativa. Sin embargo, comenta el señor Jadresic si se aprecia el incremento global del costo de la mano de obra en los últimos doce meses del índice de 4,7%, se observa que en la construcción ese incremento fue de 9,2% y en comercio de un 10,1%, lo que resulta un factor indicativo. Agrega, que pueden existir factores idiosincrásicos no cíclicos que estén explicando estos aumentos, pero en el contexto macro global y la situación que se aprecia por el lado de las cantidades en el mercado laboral, indican que merecen atención estos incrementos en los salarios. Por otro lado, agrega que está también la nueva sorpresa inflacionaria debida a la fuerte alza en algunos alimentos que incrementa este riesgo de desanclaje de las expectativas relevantes. Comenta el



BANCO CENTRAL DE CHILE

señor Gerente que vale la pena notar que si bien afortunadamente esto no se ve en los plazos más largos, sí se observa para un horizonte más cercano, en el horizonte de política y en particular, el relevante para las adquisiciones de precios y salarios y, por lo tanto, eso puede incidir en la inflación efectiva. Entonces, agrega el señor Gerente de División, en ese contexto le parece muy apropiada la propuesta de un alza de 25 ó 50 puntos base. Sin embargo, entre ambas recomienda considerar la de 25 puntos base, pues hay varios argumentos que menciona la Gerencia de División Estudios con los cuales concuerda. Menciona el Gerente señor Jadresic el riesgo comunicacional, ya que un aumento de 50 puntos base podría exacerbar las expectativas de inflación, generar algún temor en el mercado y llevar a un sobreajuste en las variables financieras, en las tasas de interés y en el tipo de cambio. En ese contexto, le parece preferible un aumento de 25 puntos base, manteniendo un sesgo restrictivo respecto a futuras decisiones para las tasas de política monetaria.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García se manifiesta de acuerdo con las opciones planteadas por la Gerencia de División Estudios, inclinándose por un aumento de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos base en esta ocasión. Comenta que los desarrollos recientes justifican una decisión como ésta. En particular, su comentario se justifica porque el cierre de holguras que presagia mayores presiones de costos a futuro, aunque éstas no se manifiesten aún; por los significativos *shocks* de oferta, que incrementan la inflación anualizada de todas las medidas de inflación anual y aceleran también la inflación instantánea de los componentes más subyacentes; el levantamiento de las expectativas de inflación a plazos más largos, medidas sea por la compensación inflacionaria o por algunas medidas directas de expectativas. Estima el señor García que no todos estos argumentos se deben acumular para motivar una reacción de política más agresiva, por cuanto se puede esperar con cierta confianza que varios de ellos sean de carácter transitorio y posiblemente se disipen en los próximos trimestres. De no ser así, cree que el Banco Central de Chile tendría tiempo suficiente para actuar con más agresividad en el futuro, si es que las condiciones así lo ameritan.

En relación con las implicancias del entorno financiero más turbulento de las últimas semanas y días, estima el señor Gerente de División Política Financiera que ello no debiese por ahora empujar las acciones de política monetaria en una dirección u otra. Por un lado, si se avecinan efectos contractivos en el crecimiento del mundo, ello naturalmente tenderá a suavizar la dinámica de crecimiento local de la actividad y el gasto. Por otro lado, las economías emergentes y Chile parecen estar enfrentando de manera relativamente benigna esta normalización de las condiciones financieras globales.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón concuerda con la opinión de quienes lo antecedieron inclinándose de entre las dos opciones, por la de 25 puntos base, por las mismas razones que han expresado los Gerentes que lo han precedido en esta reunión. Indica que centrará su comentario en la recomendación respecto a qué se puede decir hacia delante y en el comunicado. También menciona el señor Gerente que se inclina por darle alguna chance mayor a la posibilidad de incrementar las tasas de manera más seguida y, en particular, porque si bien estima que las expectativas de inflación están ancladas, el indicador *breakinflation* y la *forward* están en el rango alto, y se podría explicar entre dos y diez años, el premio de los nominales versus los reales, pero ya se está en 35 puntos en algunos y relativamente altos, situación a la que habría que poner atención. En particular, estima el señor De Ramón que ese riesgo hay que considerarlo por dos razones. Primero, porque de sus conversaciones con agentes del mercado, tiene la impresión que ellos no tienen claro lo de los rezagos que hay de la inflación. Algunos creen que se mide punta a punta y no semanal, y como lo señalaba el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo, existen algunos rezagos que se van a presentar en los próximos meses y que



BANCO CENTRAL DE CHILE

pueden ser sorprendidos. Agrega el señor De Ramón que el mercado está viendo en el corto plazo menos inflación que el Banco Central de Chile. Indica que el segundo argumento para justificar el movimiento de tasas es que puede hacer moverlas desordenadamente y, por lo tanto a las compensaciones inflacionarias. Es que está operando en este minuto la disminución de la reserva técnica y el aumento de los límites, que si bien hasta ahora no ha tenido efectos, no se puede descartar que los tenga en el futuro y eso podría llevar a que estas compensaciones se desordenen, situación que considera preocupante. Por lo antes expuesto, el señor Beltrán De Ramón recomienda ser consistentes en el comunicado.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta estar de acuerdo con varios de los comentarios que se han expresado en esta Reunión y quiere enfatizar algunos y matizar otros. Estima que se está ante un fenómeno inflacionario que merece atención. Comenta que en los meses recientes se ha acumulado un aumento significativo en el IPC, pero como se ha dicho en esta reunión, y es muy importante no perder esto de vista, ese incremento se ha concentrado principalmente en tres componentes: lácteos y granos; frutas y verduras y, energía; y combustibles como tarifas eléctricas. Agrega, que no obstante ello opina que las medidas de inflación, que están más relacionadas con brechas de capacidad, han tenido un comportamiento mucho más acotado. Incluso las medidas de la inflación que excluyen tanto los alimentos como la energía del IPC total, se han mantenido estables y ligeramente por debajo del 2%, lo que estima que pone en perspectiva el tipo de fenómeno que se está analizando hoy. Dicha situación lo hace tener una postura relativamente escéptica acerca de los diagnósticos que puedan llevar a pensar que hay un componente importante de demanda en este fenómeno. Cree que quizá podría haberlo en el futuro, pero ciertamente, no parece haberse dado hasta el momento, y eso se condice con las observaciones que se desprenden respecto a los costos salariales, que en sus diversas medidas, unas más otras menos, siguen creciendo de modo bastante moderado. Respecto de la tasa de desempleo, que es baja y sigue siendo sorprendentemente baja, ello podría indicar potenciales presiones de precios de salarios. Estima el señor Ministro de Hacienda que vale la pena preguntarse cuál es la lectura que se quiere hacer de esa variable y, en especial, la que se hace de la Tasa Nairu o de desempleo natural. Comenta el señor Ministro que aprecia evidencia dura al respecto, y que no podría argumentar que como consecuencia de una serie de *shocks* exógenos positivos, incluyendo el escenario externo y los términos de intercambio y otros, ha cambiado la medida de desempleo consistente con esta estabilidad de precios. Insiste que no hay suficiente información para afirmar lo antes dicho con certeza, pero le parece una opción que al menos merece ser analizada, dado que a pesar del crecimiento importante del PIB y de la demanda agregada, se sigue observando inflaciones subyacentes una vez que se eliminan estos efectos de oferta bastante acotados en torno al 2%. En su opinión, el punto central de la discusión de esta reunión debiese estar en torno a qué hacer con la Tasa de Política Monetaria y en especial, cuál es el impacto de un cambio en la Tasa sobre las expectativas y credibilidad del Banco Central de Chile. Sobre el particular, estima que ese es un punto que resulta clave porque nos enfrenta a un fenómeno nuevo el cual es una inflación gatillada por un cambio en precios relativos o en algunos precios, por lo tanto la respuesta de la política monetaria a ese fenómeno y la señal que se envía respecto a las expectativas es delicada, importante y requiere de una muy buena comunicación. Le parece también que existe una cierta confusión entre los analistas respecto a cómo se implementa el objetivo de estabilidad de precios del Banco Central de Chile. Agrega que sin duda el Instituto Emisor ha ganado una credibilidad muy importante, lo que ha permitido anclar las expectativas y orientar su propia acción a mediano plazo. No obstante la magnitud de este *shock* de oferta ha abierto el debate, al menos en la prensa, sobre cómo se implementa



BANCO CENTRAL DE CHILE

el sistema de metas de inflación en los horizontes relevantes dado estos *shocks* de oferta. Señala que algunos analistas han interpretado que los *shocks* de oferta, por razones que le parecen algo misteriosas, tendrían efectos persistentes sobre la inflación futura o dicho de otro modo, parecen suponer efectos de segunda vuelta. Indica que si las proyecciones del Banco Central y el curso esperado para la Tasa de Política Monetaria no consideran o no permiten efectos de segunda vuelta, le parece que lo que corresponde que ocurra es que la Tasa de Política Monetaria responda a las propias proyecciones del Banco y no a las proyecciones de mercado, y no se refiere necesariamente al largo plazo, sino que también al corto y mediano plazo. Señala que por decirlo de otro modo, cree que una sobre-reacción a las expectativas de mercado podría terminar validando una trayectoria de tasas de interés subóptima, que eventualmente podría sentirse enmendada. Por otra parte, cree que si bien es cierto el escenario central en cuanto a actividad es vigoroso y dinámico, se presentan una serie de riesgos y el balance de éstos se encuentra deteriorado, especialmente con los eventos recientes en los mercados internacionales y eso requiere un monitoreo y una atención adecuada. Lo anterior, en su opinión abre nuevas preguntas respecto de cuál va a ser el impulso monetario necesario dado este potencial escenario de riesgo que se podrían verificar. Finalmente, resumiendo su comentario, el señor Ministro destaca los siguientes aspectos: que efectivamente estima que existe un cierre de brechas más acelerado de lo que se previó en algún momento, pero también un balance de riesgos algo distinto del que se anticipó; que se tiene un fenómeno inflacionario que, a su juicio, sigue estando gatillado por aspectos de costos y eso requiere de una política monetaria que se centre esencialmente en evitar tanto efectos nocivos en materias de debilidad, como de segunda vuelta. Agrega que lo anterior requiere una respuesta de la política monetaria, pero una que evite la sobre-reacción, lo que le lleva a recomendar un incremento de 25 puntos base en la tasa de política monetaria.

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

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

Comenta el señor Consejero que en el frente externo las condiciones macroeconómicas globales no han experimentado cambios importantes desde la última reunión, tanto para el crecimiento como para la inflación.

Señala el Consejero señor Marshall que donde sí se han producido novedades es en el frente financiero. Indica que al deterioro observado en el sector de las hipotecas de baja calidad se han agregado revaloraciones significativas y bastante generalizadas en los mercados de crédito. Señala el señor Consejero que siguiendo esta misma tendencia, las primas de riesgo para las economías emergentes han subido, los mercados bursátiles han reaccionado con ajustes a la baja y con mayor volatilidad y, como es usual en estas turbulencias, los inversionistas se han refugiado en los bonos de bajo riesgo de los países desarrollados, lo que ha conducido a una baja apreciable en los rendimientos de esos instrumentos.

Indica el Consejero señor Marshall que los riesgos para la actividad económica han aumentado, si bien todo hace pensar que ajustes como los que se han observado hasta ahora pueden ser asimilados sin trastornos mayores, considerando la fortaleza bastante generalizada de la economía global por regiones y sectores.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por otra parte, menciona que en materia de productos básicos, los precios tanto del cobre como del petróleo se ubican en niveles similares a los de la última Reunión de Política Monetaria.

En tanto en el frente interno, los agregados monetarios y crediticios mantienen tasas de crecimiento elevadas. Con todo, se vuelve a confirmar el gradual ajuste en la tasa de expansión de los créditos de consumo. En el mercado de títulos financieros, los rendimientos en pesos han subido y la curva se ha empujado, respondiendo principalmente a factores locales. Señala el Consejero señor Marshall que el tipo de cambio se observa en un nivel muy similar al que tenía en la última Reunión. La demanda crece en forma vigorosa y se mantiene la expansión del consumo privado, en tanto la inversión muestra una recuperación de su dinamismo.

En materia de actividad, manifiesta el señor Consejero que las cifras dan cuenta de un crecimiento elevado y por sobre su nivel de tendencia.

El empleo total evoluciona con dinamismo y la tasa de desocupación vuelve a disminuir. Sin embargo, ello no encuentra un claro correlato en la evolución de los salarios y los costos laborales, los que continúan creciendo en forma moderada.

Comenta el Consejero señor Marshall que las sorpresas en el frente interno las ha deparado la inflación. Los registros de julio estuvieron nuevamente por sobre los esperados. Con ello, tanto la inflación efectiva como la subyacente se han ubicado en la parte alta del rango de tolerancia. Agrega que a los choques de precios provenientes del exterior se han agregado, ahora, choques de precios en alimentos percibles provocados por factores internos. Con todo, indica que las alzas aparecen, por el momento, concentradas en productos o rubros específicos. Asimismo, señala que si se excluyen los alimentos y la energía, la variación para los restantes precios incluidos en el IPC evoluciona en forma moderada y estable. Como resultado de estos choques, las proyecciones de inflación se han ajustado hacia arriba, especialmente para los plazos más cortos. En su opinión, estas previsiones indican que la inflación efectiva sobrepasará el rango de tolerancia en los próximos meses y las expectativas de mercado han seguido la misma tendencia alcista. Sin embargo, cree que las expectativas para los plazos más largos no se han apartado significativamente de la meta.

En este contexto, manifiesta el señor Consejero, el mercado ha ajustado sus expectativas para la evolución de la Tasa de Política Monetaria en el curso de los próximos trimestres. Señala que se mantiene sí una diferencia entre la evolución esperada, que se obtiene de las encuestas, y la que se deduce de los precios de los activos. Agrega que la curva de rendimientos sugiere una convergencia a una tasa más alta que la indicada por las encuestas. En todo caso, para esta reunión no se advierten diferencias y el mercado espera mayoritariamente un alza de 25 puntos base. Con estos antecedentes, las opciones plausibles o razonables apuntan en la dirección de un alza en la Tasa de Política Monetaria, siendo lo más adecuado un ajuste de solo 25 puntos base.

Comenta el Consejero señor Marshall que esta decisión se justifica por dos razones. La primera de ellas, es que la economía está creciendo por sobre su ritmo de tendencia y las holguras de capacidad se han reducido. La segunda, es que la inflación efectiva ha subido en forma apreciable, como resultado de varios choques de precios, y superaría el rango de tolerancia en los próximos meses. Indica que la concurrencia de estos dos desarrollos recomienda actuar en forma preventiva para mantener las expectativas ancladas y no comprometer la credibilidad en la política monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Manifiesta el señor Consejero, que un alza de 50 puntos base sería innecesaria y podría conducir a una lectura equivocada por parte del mercado, el que espera mayoritariamente un alza de solo 25 puntos base. Por el momento, señala que lo que corresponde es proceder en forma gradual, lo que permite acumular más antecedentes y volver a evaluar la intensidad del ajuste requerido. Lo anterior es importante, ya que existen desarrollos en curso, como el que afecta a los mercados financieros, que pueden introducir cambios en los escenarios considerados.

En las actuales circunstancias señala el señor Consejero, adquiere especial relevancia la comunicación con el mercado y el público en general. Indica que el Comunicado de esta reunión debe servir para complementar y reforzar nuestra decisión sobre la Tasa de Política Monetaria y por ello, se debe explicar muy bien el cuadro de mayor inflación que se enfrenta y transmitir con claridad la vigilancia que será ejercida en los próximos meses. En esa perspectiva, estima que el Comunicado debe reafirmar el actual sesgo restrictivo de la política monetaria.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall indica que su voto es por subir la Tasa de Política Monetaria hasta 5,50%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que, como es habitual, agradece el análisis del *staff*.

Menciona el citado Consejero que el principal cambio en el escenario externo está en lo financiero. La debilidad del mercado de hipotecas *subprime* en los Estados Unidos de América se ha contagiado a los otros mercados, implicando un aumento en las primas de riesgo para los emisores de mayor riesgo relativo, incluyendo las primas de riesgo soberano de las economías emergentes, en general, y de Chile en particular. También señala que se está viviendo el tercer episodio de volatilidad en las bolsas emergentes desde comienzos del año pasado, aunque aún no se sabe adonde convergerá la situación actual, la hipótesis más razonable parece ser que habrá una corrección al alza en los márgenes de riesgo, los que se encontraban en niveles anormalmente bajos. Indica que esta corrección ha estado presente en los escenarios de riesgo del Banco Central de Chile hasta el último *IPoM*. Esta mayor sensación de riesgo financiero coincide, curiosamente, con un fortalecimiento en el margen de las perspectivas de crecimiento mundial.

En otro plano, indica el Consejero señor Marfán que los precios internacionales del petróleo y del cobre continúan corrigiéndose al alza, alejándose aún más de lo contemplado en nuestro escenario base. Agrega que el precio de la gasolina, cuyo margen de refinación estaba anormalmente desalineado, se corrigió a la baja de manera importante desde la Reunión de Política Monetaria anterior. Señala que en relación a los precios internacionales de los alimentos, éstos no mostraron nuevas sorpresas en el último mes.

En el plano interno, comenta el señor Consejero, lo más relevante es la nueva sorpresa inflacionaria de julio y el fortalecimiento casi generalizado del crecimiento económico por sobre lo contemplado en el escenario base. La sorpresa inflacionaria se volvió a concentrar en alimentos, con la excepción del mayor precio del pan, el que podría responder a presiones de costos vinculadas a mayores precios internacionales. Los demás alimentos que elevaron su precio interno parecen responder más bien a *shocks* de oferta idiosincrásicos de Chile. Indica que no está claro, en este último caso, cuán persistentes serán esos mayores precios. Como respuesta a estos *shocks* se han elevado las expectativas de la inflación de corto plazo y en menor magnitud las de mediano plazo. De manera concomitante han reaccionado las tasas de interés y las expectativas de ajuste en la política monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Al igual que en la Reunión de Política Monetaria anterior, el Consejero señor Marfán cree importante abandonar el escenario base del *IPoM* de mayo, ya que las desviaciones de inflación y de actividad son demasiado significativas como para que continúe siendo una referencia en nuestra decisión de política monetaria. Manifiesta el señor Consejero que mientras no se cuente con un nuevo escenario base confiable, lo que ocurrirá en nuestra próxima reunión, son los elementos de juicio, puro y simple, los que deberían guiar nuestra acción. Al respecto, señala el Consejero señor Marfán que en esta oportunidad hay dos fundamentos que apuntan en la dirección de un aumento en la Tasa de Política Monetaria. En primer lugar, el mayor dinamismo y el menor desempleo observados plantean un cierre de brechas más rápido al previsto y donde la hipótesis más probable es que ese cierre de brechas pudiera ya haberse completado. Con todo, señala el Consejero señor Marfán que no hay elementos adicionales que respalden un cierre de brechas; no hay evidencias de que la mayor inflación observada corresponda a presiones de demanda; los costos laborales unitarios se mantienen contenidos; no hay desalineamiento cambiario ni una aceleración del volumen de importaciones, es decir, no se ha evidenciado hasta ahora ninguna de las consecuencias que habitualmente se asocian a un cierre de brechas. Indica el señor Consejero que lo prudente es que en este contexto, la política monetaria retome una instancia neutral más temprano que tarde. Señala que se trataría, por lo tanto, de un aumento de la Tasa de Política Monetaria de tipo preventivo más que correctivo.

La segunda razón para elevar la Tasa de Política Monetaria hoy, tiene que ver con las perspectivas de la inflación futura. En efecto, indica que las proyecciones de corto plazo apuntan a una aceleración de la velocidad de la inflación en los próximos meses. Manifiesta el Consejero señor Marfán que no mencionó la inflación en doce meses, sino que la velocidad del IPC futuro. Indica que la inflación en doce meses mostrará, durante varios trimestres un nivel más alto, por el mayor IPC ya registrado, y esa por sí sola no constituye una razón para cambiar la instancia de la política monetaria. Señala que una función de reacción que considere la inflación de doce meses para el futuro cercano puede aconsejar cambios muy imprudentes.

Le parece al Consejero señor Marfán que lo que interesa, para efectos prácticos, es la velocidad de cambio en los precios, la que se percibe mayor en el corto plazo. Adicionalmente, indica que la compensación inflacionaria uno en uno también se ha elevado en el margen. Las expectativas de inflación de largo plazo, finalmente, siguen bien ancladas en torno al 3% anual, lo que significa que las expectativas apuntan a que se convergerá a la inflación meta desde arriba y no desde abajo como contemplaba nuestro escenario base anterior. Por esa sola razón, señala que también se justifica una Tasa de Política Monetaria mayor, por el conocido argumento como el principio de *Taylor*. Reitera que se trata en este caso, de un aumento correctivo más que preventivo. Una calificación importante de consignar a este argumento, es que está construido sobre la base de las expectativas de mercado y no por nuestras propias proyecciones, lo que sería correcto, pero en la ausencia de un escenario base confiable, es lo mejor a lo que se puede apelar.

Manifiesta el Consejero señor Marfán que con dos razones por las cuales aumentar la Tasa de Política Monetaria, cabe preguntarse de qué magnitud debe ser ese aumento. Desde esa perspectiva, coincide con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en que las opciones a estudiar son 25 y 50 puntos base. Indica que el mercado espera, de manera casi unánime, un aumento de 25 puntos en la Tasa de Política Monetaria para esta reunión. A pesar de la mayor inflación esperada para el corto y mediano plazo, no hay evidencia de un desanclaje de expectativas más allá del horizonte de política. Al igual que hace un mes, cree que tomar una decisión distinta a la que espera el mercado, mientras no se tenga un escenario base confiable, podría ser interpretada como que el Banco Central de Chile cuenta con información adicional, lo que no es efectivo. Por lo mismo, señala que una decisión



BANCO CENTRAL DE CHILE

distinta solo agregaría una sorpresa extra, que no podría interpretarse correctamente sino hasta que se haga pública la Minuta.

Por esas razones, el Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que su voto es por elevar la tasa de política en 25 puntos base.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que en el último mes se han producido diversos desarrollos, tanto en el plano interno como externo.

Menciona el señor Consejero que en el plano externo la incertidumbre en torno a la calidad de la cartera hipotecaria *subprime* en los Estados Unidos de América y la posibilidad de que este fenómeno se extienda a otros segmentos del mercado del crédito, ha dado lugar a un importante ajuste en los mercados accionarios, en los premios por riesgo y en las paridades cambiarias. Si bien dicho ajuste es en parte deseable, la preocupación es que ello pueda inducir a un menor crecimiento futuro de la economía de los Estados Unidos de América.

Sin embargo, señala que los desarrollos más importantes para la decisión de hoy se dieron en el plano interno. Por una parte, en el segundo trimestre la economía evidenció un dinamismo superior al proyectado, lo que virtualmente cierra la brecha de capacidad que había exhibido la economía en los últimos años. La posibilidad de que se pase rápidamente a una brecha positiva se acrecienta si consideramos que las estimaciones de crecimiento de la demanda agregada, en el segundo trimestre, pasaron de 6,7% anual en el *IPoM* de mayo a un 8,7% en las estimaciones más recientes. Para el año 2007, como un todo, la demanda agregada crecería un 7,9%, 1,2 puntos porcentuales más de lo proyectado en mayo y casi 2 puntos porcentuales más que en el año 2006. Indica el señor Consejero que este cierre de holguras se ve reflejado también en las cifras de crecimiento del empleo, así como en la tasa de desempleo, aun cuando no en la evolución de las remuneraciones.

La otra sorpresa importante, en el plano interno, señala que se relaciona con la inflación, la que ha sido considerablemente mayor a la esperada, debido especialmente a aumentos significativos en los precios de alimentos perecibles afectados por las recientes heladas. A raíz de ello, las expectativas de inflación del sector privado se han elevado significativamente en el corto plazo. A plazos mayores, indica que las expectativas de inflación también se han ajustado al alza, pero sin superar aún los niveles alcanzados en otros episodios de inflación elevada.

Todo ello, sin embargo, como nos informaba el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel, condicional a un alza que espera el mercado de 75 a 100 puntos base, en los próximos seis meses y otros 25 a 50 puntos base, en los seis meses siguientes. Señala el Consejero señor Desormeaux que si bien esta evidencia podría mover a la tranquilidad, puesto que se podría estar enfrentando un *shock* de oferta severo, pero con expectativas ancladas en el largo plazo y sin que pueda advertirse aún efectos de segunda vuelta, cree que no hay lugar para la complacencia y ello por tres razones. La primera, el *shock* de oferta que se está enfrentando es el más severo que se haya enfrentado en las últimas décadas. Segundo, que éste tiene lugar en un momento en que la economía ha cerrado sus brechas de capacidad. Tercero, que la inflación proyectada por el Banco Central de Chile, para los próximos tres meses excede en 0,4 puntos porcentuales a la prevista por el mercado, y superará el 5% en base anual, durante buena parte del segundo semestre. En síntesis, la coyuntura actual es un momento de prueba para la credibilidad del Banco Central de Chile. Señala el Consejero señor Desormeaux que a la hora de discutir opciones, coincide con la evaluación de la Gerencia de División Estudios, en el sentido que las alternativas a considerar son solo dos, subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base o en 50 puntos base.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Comenta el señor Consejero que dada la importancia que tiene la decisión de hoy para la credibilidad del Banco Central de Chile, cree que la consideración más importante es cómo afectará ésta a las expectativas de inflación futura. En este sentido, señala que la opción de acelerar la normalización de la política monetaria, incrementando la tasa en 50 puntos base tiene una ventaja, ya que entregaría una señal de fuerte compromiso con la meta inflacionaria, lo que constituiría una sorpresa para el mercado, que espera mayoritariamente un alza de 25 puntos base, pero dado que es posible que la inflación de agosto y octubre traiga nuevas sorpresas, ello en cierto modo podría blindar la credibilidad del Banco Central de Chile. Sin embargo, señala el señor Consejero que como advierten los informes de la División de Estudios, esta opción también tiene riesgos y el más importante es que muchas de estas alzas de precios puedan revertirse muy rápidamente. Es más, se prevén inflaciones negativas para el cuarto trimestre. De este modo, un alza de 50 puntos base podría, retrospectivamente, ser evaluada como una sobre-reacción, como ha sido señalado también por el señor Ministro de Hacienda.

Comenta el Consejero señor Desormeaux que a ello se agrega otra consideración que hace la Gerencia de División Estudios, que es la mayor volatilidad que ha afectado las últimas semanas a los mercados financieros internacionales, la que podría derivar en un menor dinamismo de la economía mundial, lo que a su vez podría hacer recomendable una trayectoria de normalización monetaria más gradual.

Pese a las consideraciones expuestas, el señor Consejero cree que el alza de 25 puntos base debe ser acompañada de un Comunicado que explicita un sesgo más marcado que en reuniones anteriores, de manera que no quepa duda que el Banco Central de Chile hará lo que sea necesario para mantener ancladas las expectativas de inflación en torno a su meta.

El Consejero señor Jorge Desormeaux vota en consecuencia, por un alza en 25 puntos base en la Tasa de Política Monetaria.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala en el último tiempo las noticias más importantes han ocurrido en el ámbito inflacionario, de modo que se concentrará en ello, ya que es muy importante evaluar las implicancias y el origen del inusual, indeseado e inesperado, al menos desde hace unos meses atrás, aumento de la inflación.

Las perspectivas de corto plazo son igualmente poco auspiciosas pues en el escenario más probable estaremos con inflaciones por encima del rango meta por varios meses. Las condiciones climáticas más recientes presentan un panorama aún más pesimista.

Señala el señor Vicepresidente que es posible argumentar que los altos registros de inflación son fundamentalmente causados por el aumento de precios de los alimentos, no todos, y de los combustibles y productos asociados. De hecho y tal como se señalara por la Gerencia de División Estudios, eliminando todos los componentes alimenticios y relacionados a energía, los registros actuales estarían en torno a 2%. Indica que esta evidencia reafirma que se está en un escenario en el cual no hay señales de aumentos excesivos de la inflación, pero que es un escenario ciertamente complejo, por lo que puede implicar sobre las perspectivas inflacionarias y el impacto en los desarrollos recientes en otros precios.

Comenta el Vicepresidente señor De Gregorio que dada la evolución de la actividad y la inflación no alimentos, no energía, no se observan presiones inflacionarias excesivas que provengan del cierre de brechas. Más aún, indica que es posible pensar que la caída del desempleo a niveles inesperadamente bajos, sin presiones salariales agregadas, sea



BANCO CENTRAL DE CHILE

una señal de un aumento transitorio de las brechas relevantes para la inflación. Agrega el señor Vicepresidente, que alternativamente a los rezagos en la relación empleo – salarios, podrían generarse potenciales presiones futuras aunque hoy eso solo se observaría en algunos sectores específicos.

Señala el señor Vicepresidente que es posible que los bajos aumentos de precios de bienes no alimento, no energía, sean resultado de una caída en su demanda, como resultado de aumentos del gasto en los bienes que han tenido elevados aumentos de precios, y que son además bienes con relativa baja de elasticidades de demanda, de modo que presiones que no se observan hoy podrían materializarse en el futuro, en la medida que los precios de los alimentos se normalice. Indica que lo anterior es menos probable en el caso de la energía.

Asimismo, manifiesta el señor Vicepresidente que lo anterior sugeriría que hay riesgos que se deben tomar en cuenta en nuestra decisión de hoy. Tal vez el mayor riesgo inflacionario que se presenta son los efectos de segunda vuelta. Agrega que estos efectos de segunda vuelta podrían tener su origen en dos fenómenos distintos: desanclaje de expectativas y transmisión a otros precios. Indica el señor De Gregorio que el desanclaje de expectativas se basaría en la idea que el Banco Central de Chile pierde credibilidad sobre sus metas. Al respecto, indica que las encuestas así como los datos del mercado financiero, no indican que esto esté ocurriendo. Además, en la medida que nuestras políticas sigan siendo coherentes con nuestra meta de inflación, y a su juicio, así como también por la evidencia, ese ha sido el caso, este desanclaje no es por ahora el principal riesgo de efecto de segunda vuelta. En cambio, señala que el otro efecto de segunda vuelta es que el aumento del IPC total se transmita al reajuste de otros precios en la economía y el más obvio son los salarios. Este es el riesgo que se enfrenta hoy, que los reajustes de precios futuros se comiencen a tornar incompatibles con la meta de inflación y es a su juicio la principal razón para aumentar la tasa de política monetaria en esta ocasión.

Expresa también el señor Vicepresidente que no encuentra que los argumentos para subir la tasa en 50 puntos base sean convincentes, en particular, dado que el escenario de alta inflación está muy concentrado en algunos bienes y la recomendación de alza de la política monetaria tiene que ver más con prevenir potenciales y no efectivos efectos de segunda vuelta.

Por lo anterior, el Vicepresidente señor José De Gregorio señala que su voto es por aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, lo que le parece coherente con el cumplimiento de nuestra meta de inflación dentro del horizonte de política.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece el análisis del *staff* y señala que el crecimiento de la economía mundial continúa robusto mientras que, como resultado del ajuste del mercado de créditos hipotecarios a clientes más riesgosos y el del mercado de la vivienda en los Estados Unidos de América, se incrementa la volatilidad de los mercados financieros internacionales y las condiciones crediticias se deterioran, con efectos en los mercados accionarios y de bonos. Indica que aunque la economía de Estados Unidos de América se expandió el segundo trimestre más de lo esperado, y que hay poca evidencia que los ajustes en las condiciones crediticias estén afectando el crecimiento, tanto de Estados Unidos de América como de la economía mundial, los riesgos de que esto suceda se han incrementado ahora que el ajuste crediticio se profundiza y se expande.

Comenta el Presidente señor Corbo que en la economía nacional, el crecimiento continúa robusto y por encima de lo proyectado en el último *IPoM*. Destaca el dinamismo del sector no-recursos naturales el cual está apoyado por un consumo que se mantiene dinámico y una inversión que continúa tomando dinamismo. El consumo se expande de la mano de un



BANCO CENTRAL DE CHILE

sólido mercado laboral y favorables condiciones crediticias y la inversión se observa empujada por buenas perspectivas de crecimiento, escasas holguras de capacidad, buenas utilidades de las empresas y favorables condiciones financieras. Señala que como resultado de lo anterior, el nivel de producto se ubica en torno al producto de tendencia. En paralelo, continúa una sólida expansión del empleo y la tasa de desempleo corregida por estacionalidad sigue reduciéndose.

En lo que se refiere a la inflación en sus distintas medidas, el Presidente señor Corbo señala que está muy por encima de las proyecciones del último *IPoM*. Agrega que en el último mes, ésta continuó incrementándose, influenciada principalmente por aumentos de magnitud inusual en los precios de algunos alimentos, tanto perecibles como no perecibles. En particular, el componente alimentos no perecibles afecta no sólo la inflación del IPC sino que también la inflación del IPCX y del IPCX1. De hecho, una medida de inflación subyacente del IPC similar a la que se usa en Estados Unidos de América, que excluye del IPC todos los alimentos y los combustibles, muestra una desaceleración en 12 meses, alcanzando una variación anual bajo el 2% a julio. De otra parte, señala el Presidente señor Corbo que las distintas medidas de tendencia inflacionaria se incrementan y superan el 3%. Agrega que mismo tiempo, la inflación esperada de la encuesta de expectativas económica subió a 4,8% a diciembre de este año y a 3,5% en 12 meses. En paralelo, las proyecciones del Banco Central de Chile para los próximos meses también se revisan al alza. Menciona que en contraste, las distintas medidas de expectativas inflacionarias a horizontes más largos, basadas en precios financieros, están en torno al 3%. En este cuadro, la curva de rendimiento se empina en plazos más cortos, implicando una Tasa de Política Monetaria entre 6% y 6,25% en diciembre de este año.

Agrega el señor Presidente que en los últimos meses los riesgos a la estabilidad de precios han aumentado, como consecuencia de *shocks* de precios de alimentos y de precios de combustibles como por potenciales efectos de segunda vuelta en otros precios, salarios y expectativas de inflación. Estos últimos riesgos aumentan su probabilidad de ocurrencia ahora que el producto se ubica en torno al producto de tendencia y que se proyecta para los próximos trimestres un crecimiento del PIB superior al del PIB de tendencia. Indica que es por esto que la política monetaria necesita responder para evitar los potenciales efectos de segunda vuelta, un costoso desanclaje de las expectativas de inflación y, en último término, para mantener la inflación en torno a la meta.

Con todo y en circunstancias que la Tasa de Política Monetaria está por debajo de las distintas medidas de tasa neutral, señala el Presidente señor Corbo que lo apropiado es continuar retirando el estímulo monetario para mantener la inflación en torno al 3% en el horizonte de política y así facilitar el crecimiento sostenido a una tasa en torno a la del crecimiento de tendencia. Manifiesta el Presidente señor Corbo que en el escenario más probable, este proceso de normalización monetaria debiera continuar en los próximos meses.

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

111-01-070809 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile por unanimidad acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base a 5,5% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base a 5,5% anual.

Esta decisión es necesaria para que la inflación proyectada en torno a dos años se ubique en 3%.

Si bien el escenario externo relevante para la economía chilena continúa positivo y la actividad económica mundial sigue dinámica, se ha observado un aumento de premios por riesgo, mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y condiciones crediticias algo más restrictivas. Los precios del cobre y del petróleo se mantienen altos y el de la gasolina ha disminuido levemente. Los precios de varios productos alimenticios siguen elevados.

Más allá del desempeño de algunos sectores específicos, la información disponible sobre actividad confirma un importante dinamismo en el segundo trimestre, por encima de proyecciones previas y de su tendencia. La demanda interna habría crecido por sobre lo previsto, el empleo asalariado continúa aumentando y las condiciones financieras internas son aún favorables.

La inflación del IPC se ha elevado hasta casi 4%, muy por encima de lo proyectado en el *Informe de Política Monetaria* de mayo. Se ha profundizado el aumento de los precios de algunos alimentos no perecibles y de los combustibles, a lo que se han sumado alzas inusuales en los precios de varios productos perecibles, las que debieran ser en gran medida transitorias. El mayor precio de los alimentos no perecibles también ha incrementado la inflación subyacente IPCXI (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados). Las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria se ubican algo por sobre 3%, mientras que los costos laborales siguen contenidos. En este cuadro de mayor inflación por varios *shocks* de oferta, las expectativas de inflación de corto plazo han aumentado significativamente, aunque las de largo plazo permanecen en torno a 3%.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, será necesario continuar aumentando la TPM en los próximos meses para que la inflación proyectada en el horizonte de política se mantenga en 3%. Como siempre, la evolución de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada. En particular, un cuadro de fuertes *shocks* de precios específicos requiere especial seguimiento tanto a la eventual propagación a otros precios, como a las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.”



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI
Presidente

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRANES
Ministro de Hacienda

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe