



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 161 celebrada el día jueves 14 de octubre de 2010

En Santiago de Chile, a 14 de octubre de 2010, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también los señores:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional Subrogante,
don Felipe Jaque Sarro;
Gerente de Investigación Económica,
don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente de Investigación Financiera,
Don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria Subrogante,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Asesor del Ministro de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Erika Arraño González;
Asesor de la Presidencia,
don Felipe Labbé Castillo; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 161, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de abril de 2011 para el día 12 de dicho mes.



A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional Subrogante señor Felipe Jaque Sarro para que presente la información sobre el escenario externo.

El señor Felipe Jaque inicia su exposición, revisando los desarrollos de la actividad en las distintas regiones. Señala que las cifras de actividad y mercado laboral publicadas recientemente dan cuenta de que la desaceleración se mantiene, en particular, en las economías desarrolladas. Al respecto, hace notar que la trayectoria o el perfil de producción industrial en las economías de Estados Unidos, Europa y Japón se aplanan cada vez más, no así en las economías emergentes, ya que algunas todavía registran cierto dinamismo. Destaca que algo similar ocurre en los mercados laborales, ya que si bien hay evidencia de algunas incipientes cifras positivas en materia de creación de empleo en Estados Unidos, están aún muy por debajo de lo observado en recuperaciones pasadas.

El señor Jaque indica, a continuación, que las encuestas de confianza muestran algunos repuntes en las economías emergentes, mientras que en las economías desarrolladas se vuelven a deteriorar. En cuanto a la confianza de los consumidores, informa que persiste el cierto grado de divergencia entre las economías emergentes y las desarrolladas que se ha venido observando en los últimos meses.

Respecto del mercado laboral en Estados Unidos, reitera que continúa mostrando signos de fragilidad, ya que si bien hay creación de empleo neto, su nivel no alcanza aún el promedio de las recuperaciones previas. Añade que los desempleados de largo plazo, que han sido un foco especial en esta crisis, continúan representando un porcentaje bastante alto del total de desempleados, aunque las últimas dos encuestas dan cuenta de una cierta reversión.

El Gerente de Análisis Internacional Subrogante hace presente que si se suman los fundamentos de consumo, la riqueza de los hogares norteamericanos ha estado recuperándose respecto de la fuerte caída que registró entre los años 2007 y 2009, pero continúa bastante baja respecto de los niveles precrisis. A título ejemplar, menciona que no se observa una recuperación de la riqueza por el lado inmobiliario, que la recuperación de la riqueza por el lado accionario es incipiente y que la riqueza de los hogares no ha recuperado los niveles previos a la crisis. Explica que lo dicho estaría apuntando, básicamente, al consumo, que, de alguna manera, no tiene mayor capacidad en el corto plazo para seguir recuperándose. Agrega que si ello se suma al desapalancamiento que exhiben los hogares, el consumo debería mantenerse relativamente moderado o débil en lo que resta del año y en los primeros trimestres del 2011.

El Presidente señor José De Gregorio subraya que las cifras expuestas corresponden a datos revisados, porque hasta hace poco la cifra de ahorro era de 4% del ingreso, aproximadamente, y de pronto sorprendió con un alza de 4 a 6% del ingreso. El señor Felipe Jaque confirma lo planteado por el señor Presidente y agrega que si bien no es esperable que, como consecuencia de las innovaciones en el mercado financiero, se vuelva a tasas de ahorro como las registradas en los años 80, de alguna manera, podrían seguir aumentando en el margen.

Con todo, el señor Felipe Jaque destaca que las nuevas proyecciones que presentó el Fondo Monetario Internacional en el último *World Economic Outlook (WEO)* y lo reportado por *Consensus Forecasts* en septiembre, incorporarían un mayor desacople de las economías emergentes que aquel que está implícito en el escenario base del IPoM de septiembre. Indica que si se comparan las cifras de nuestro escenario de crecimiento para los años 2010, 2011 y 2012, la proyección del WEO de abril con la de octubre y lo que está diciendo el consenso de mercado a septiembre, se observa que las regiones que muestran mayores diferencias son el resto de Asia o Asia emergente, América Latina y China. Hace notar que las diferencias se observan en el año 2010, que considera, de alguna forma, datos



BANCO CENTRAL DE CHILE

efectivos en esas regiones para lo que va corrido del año, mientras que para el año 2011, el WEO incorpora correcciones a la baja en algunas regiones. En general, comenta que si bien las distintas proyecciones muestran un panorama más desacoplado de las economías emergentes *versus* las economías desarrolladas, está implícita alguna duda sobre cuán sustentable es que las primeras crezcan rápido, si es que las desarrolladas continúan deprimidas en los próximos periodos.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que en el IPoM de septiembre se supuso un crecimiento para un grupo de países — no recuerda si correspondía al conjunto de socios comerciales de Chile o, principalmente, Estados Unidos, Europa y Japón— medio punto inferior al de *Consensus Forecasts*. Señala que, con ese antecedente, no le queda claro si los actuales datos de *Consensus* se están acercando, de alguna manera, hacia la proyección del Banco, es decir, si acaso ese delta se ha ido eliminando por una corrección a la baja, como sería el caso de Estados Unidos y no tanto de Europa.

En opinión del Consejero señor Enrique Marshall, el cambio más importante se advierte entre los datos de crecimiento entregados por el WEO en abril y octubre, en especial, con lo que ocurre en Estados Unidos, cuyo crecimiento se ajusta seis décimas a la baja, las que se traspasan para el año próximo. Añade que, en su opinión, la frase relativa al desacople puede ser algo discutible y que, quizás, la duda imperante es si Estados Unidos resiste, dado el peso que tiene en la economía mundial.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera indica que, con relación a lo incorporado en el IPoM de septiembre, no hay mayores diferencias en el caso de las economías desarrolladas. Precisa que las diferencias se concentran en las economías emergentes y más que nada respecto de datos que ya son efectivos, publicados en las últimas semanas, que han llevado a mantener las proyecciones, respecto de Asia y de China, algo más altas que las consideradas en las proyecciones previas del Banco. Señala que ello explica que hoy no haya diferencias en las proyecciones de las economías desarrolladas, destacando que, en ese caso, el Banco de adelantó y el mercado ha ido convergiendo a ello. Agrega que donde sí habría una discrepancia respecto de este diagnóstico o un factor de riesgo, es en qué tan sustentable es la continuación del desacople el próximo año, en que las economías emergentes continúan con crecimientos rápidos a medida que Estados Unidos crece en forma más lenta. Enfatiza que ese factor está presente en la evaluación del Banco, pero no necesariamente en lo que son hoy día las expectativas de *Consensus Forecasts*.

El Gerente de Análisis Internacional Subrogante señor Felipe Jaque retoma su presentación refiriéndose a la inflación. Al respecto, manifiesta que la inflación total o *headline* se mantiene contenida en las economías desarrolladas y se normaliza en las emergentes. En cuanto a la inflación subyacente, señala que algunas economías desarrolladas continúan mostrando niveles bajos, mientras que el panorama es algo más disperso en las economías emergentes, si bien en la mayoría de estas últimas también se están registrando recuperaciones o normalizaciones de los registros subyacentes de inflación.

En materia de proyecciones de inflación para las distintas regiones, el señor Felipe Jaque comenta que la información de *Consensus Forecasts* a septiembre indica que, para lo que resta del año, las expectativas se mantienen relativamente estables en las economías desarrolladas, que continúan bajando las proyecciones en América Latina, en tanto que para el 2011 se anticipan cambios bastantes menores. Al respecto, hace la salvedad que en las economías desarrolladas, Asia y Europa de Este, las proyecciones son para el promedio del año y que solo en el caso de América Latina están apuntando a cierres de año en cada uno de los periodos.

El señor Felipe Jaque destaca, a continuación, que las noticias de los mercados financieros internacionales estuvieron bastante centradas en las expectativas sobre un segundo *Quantitative Easing* en Estados Unidos y que, a raíz de ello, las tasas de interés en Estados Unidos y Zona Euro a los distintos plazos sufrieron diferentes impactos. Sobre el particular,



detalla que la tasa a 10 años fue la más afectada y siguió bajando hacia niveles comparables con los mínimos alcanzados a fines del 2008; que la tasa a 30 años tuvo vaivenes, pero no siguió cayendo durante el último mes; y que las tasas a 5 años también mostraron un ajuste a la baja. Destaca que la tasa a dos años, en tanto, sería la única que no experimentaría mayores caídas, porque ya está en niveles bastante bajos como para seguir incorporando nuevos ajustes de las expectativas de política monetaria para los próximos 24 meses. De todas formas, destaca que las encuestas y los contratos se ajustaron nuevamente a la baja en la mayoría de las regiones.

Por el lado de la Zona Euro, hace notar que se observa mayor estabilidad, no obstante partió el mes con reducciones de tasas en los distintos plazos, sobre todo en el plazo más largo, asociadas, en parte, a acoples con el mercado de Estados Unidos.

Indica que una perspectiva histórica, desde los años 50 a la fecha, que considera los promedios mensuales de las tasas de interés de Estados Unidos a distintos plazos —razón por la que no aparecen los mínimos históricos cercanos al 2% que alcanzó la tasa a 10 años en diciembre del 2008—, muestra que la curva de rendimiento se ubica en niveles mínimos, levemente sobre los valores registrados entonces. Añade que las tasas a uno y dos años están en sus mínimos históricos, bajo el 0,5%, y que las a diez años se están aproximando a ese nivel, en medio de la incertidumbre respecto de la fecha en que se realizaría el *Quantitative Easing* en Estados Unidos.

En relación con los mercados monetarios, el señor Felipe Jaque menciona que se mantienen las primas por liquidez en Estados Unidos, mientras que en la Zona Euro se observa cierta volatilidad, por cuanto bajaron al principio del mes y recuperaron parte de la caída durante la última semana.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sugiere que, para otra oportunidad, este gráfico considere un período más amplio o incluya una línea que represente el promedio del período, de tal forma de tener alguna referencia sobre cuál es el nivel normal de estas primas por liquidez.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón informa que dicho promedio se encuentra en el rango que va de 10 a 20 puntos base, lo cual es confirmado por el señor Felipe Jaque, quien explica, además, que dicho promedio es particularmente bajo para el *Spread Libor – OIS* a tres meses y que hoy está algo por sobre el rango estándar de 25 puntos base, aproximadamente. Añade que las primas de liquidez a doce meses están algo más altas respecto de lo que normalmente se paga de prima en tasas interbancarias a ese plazo.

El señor Felipe Jaque prosigue, señalando que las expectativas de tasas de instancia monetaria de los analistas y las que se derivan de las trayectorias implícitas en los contratos futuros se han ajustado a la baja respecto de la Reunión anterior, salvo en las economías desarrolladas, donde los analistas ya incorporaron todos los ajustes a la trayectoria de TPM esperada para los próximos meses. Agrega que, de acuerdo con ellos, habría un ajuste a la baja en América Latina y Europa emergente, sobre todo en el primer semestre del 2011, y, en menor medida, en Asia y también en Oceanía, que comprende Nueva Zelanda y Australia.

En cuanto a las proyecciones implícitas en los contratos futuros, el señor Felipe Jaque hace notar que se advierte nuevamente un ajuste a la baja en el último mes. Detalla que el Reino Unido se aplanan y que Estados Unidos se vuelve a aplanar respecto del mes pasado, lo que, de alguna forma, está en línea con el arbitraje que se esperaría después de que la tasa a dos años llegara a estos mínimos históricos.

En materia de paridades, el señor Felipe Jaque destaca que el dólar continuó depreciándose de manera generalizada en el mes, gatillando una serie de intervenciones de distinta índole en los mercados cambiarios de algunas economías, como control de capital e



intervención en el mercado *spot* de algunas economías emergentes. Al respecto, señala que un foco en economías desarrolladas muestra que si bien los niveles nominales de los tipos de cambio, en particular del yen, se ven bastante bajos respecto de los promedios históricos, los niveles reales están levemente por sobre su media histórica de las últimas dos décadas, por lo que, de alguna manera, las presiones a la depreciación del yen, como se podría inferir del análisis bilateral nominal, no son tales. Indica que ello pone de relieve que los desalineamientos que se observan hoy no son tan marcados cuando se revisa la evolución del tipo de cambio real.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que sería muy útil incluir a China en este análisis de países desarrollados, porque tiene volatilidades inflacionarias y su tipo de cambio real, en este momento, es más importante que el yen y el euro.

El Consejero señor Sebastián Claro informa que las monedas de estos países están entre 7 y 10% depreciados respecto de sus promedios históricos. El señor Felipe Jaque confirma la aseveración del Consejero señor Claro y añade que al revisar la evolución de los tipos de cambio nominales, se puede llegar a pensar que podrían tener presiones a devolverse de alguna forma, no así en el caso de los tipos de cambio reales.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera comenta que en el caso de Japón no habría que considerar el comportamiento de su tipo de cambio de los años 90, porque en esa década no estuvo en equilibrio. Hace presente que la aspiración de Japón es el tipo de cambio de la década pasada, que le permitió exportar y volver a una situación de capacidad.

En cuanto a los movimientos de las paridades, el señor Felipe Jaque menciona que con respecto a la RPM de septiembre, varias economías desarrolladas y emergentes se apreciaron significativamente, en especial, durante la última semana, entre ellas Japón y la Zona Euro. Indica, asimismo, que si se efectúan comparaciones respecto de fines del 2007, el peso chileno, por ejemplo, no figura entre las monedas que más se han apreciado, mientras que con relación al 2008, sí exhibe algo más de apreciación respecto de aquellas consideradas en el análisis.

En materia de volatilidades, precisa que, desde una perspectiva histórica, se observa que luego de los *peaks* prolongados que se registraron en medio de la crisis, es decir, a fines del año 2008 y principios del 2009, hoy están relativamente contenidas respecto de los promedios históricos en los distintos mercados y, por lo tanto, no es un mercado más volátil que el observado en los meses pasados.

El señor Felipe Jaque continúa su exposición, señalando que la incertidumbre, dada por las primas de los contratos *CDS*, había resurgido el mes pasado, pero con un retroceso en las economías periféricas de Europa. En el caso particular de Irlanda y Portugal, indica que algo había aumentado a fines de septiembre, revirtiéndose en las últimas dos semanas, manteniéndose, de todas formas, en niveles elevados respecto de los meses previos.

Al respecto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán sugiere excluir a Grecia de los gráficos sobre *CDS spread* y *spread* sobre bonos alemanes, porque su situación difiere mucho de las restantes economías analizadas. Expresa que, con ello, se podrá ampliar la escala empleada y se podrá observar con mayor facilidad las diferencias que presentan las economías que presentan incertidumbres similares.

En opinión del señor Beltrán de Ramón, la preocupación hoy es Irlanda y Portugal, siendo bastante menor en los casos de Italia y España.

El señor Felipe Jaque menciona que, de hecho, el foco en *CDS* bancarios muestra que Portugal e Irlanda aumentaron significativamente dentro del mes, alcanzando un nivel bastante alto, pero retrocedieron en los últimos días. Al respecto, y respondiendo una



consulta del Vicepresidente señor Manuel Marfán, aclara que en el caso de Irlanda se trata del banco irlandés más importante dentro del mercado bursátil. Finalmente, acota que las primas por riesgo de todos los bancos de las restantes economías periféricas muestran una reversión en la última semana.

En materia de percepción de riesgo de los mercados, el señor Felipe Jaque comenta que la volatilidad de los mercados bursátiles registró una disminución en las distintas regiones y, a título ejemplar, precisa que, en Estados Unidos, el VIX estándar se ubicó bajo el nivel de 20% durante algunos días. Hace presente, asimismo, que las primas por riesgo corporativo, que agrupa los *High Yield* de economías desarrolladas, también disminuyeron marginalmente en el último mes, en tanto que se observa algún rebote en los premios corporativos de mediana calidad crediticia en Estados Unidos. En todo caso, destaca que el panorama actual de esas economías es mucho menos incierto o de menor percepción de riesgo que el prevaleciente en la RPM pasada. Respecto de los mercados emergentes, en tanto, indica que los índices de percepción de riesgo se mantuvieron acotados y bajos, que son similares a los exhibidos en el último tiempo, y que no hay mayores novedades en primas por riesgo para el resto de la economía.

El Gerente de Análisis Internacional Subrogante, refiriéndose luego a los mercados bursátiles, señala que los latinoamericanos, europeos y de Asia emergente recuperaron terreno en el último mes, mientras que las bolsas de las economías desarrolladas se están recuperando a un ritmo menor.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si los índices bursátiles están denominados en precios locales. El señor Felipe Jaque responde que lo están en dólares y que, por lo tanto, incorporan el efecto cambiario y son comparables.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comenta que las bolsas en América Latina no habrían registrado alzas en dólares durante los primeros nueve meses del año, en tanto que la chilena lo habría hecho en 40%, aproximadamente, lo mismo que la brasileña.

El señor Luis Óscar Herrera hace presente que, en Brasil, incide el tema de *commodities* de manera significativa y que, hasta cuatro semanas atrás, habían registrado un comportamiento relativamente plano. Destaca que, desde entonces, y después del anuncio sobre el *Quantitative Easing*, entre todos los efectos financieros, los precios de los *commodities* han experimentado alzas y ese repunte se ha asociado a los precios de las acciones.

El señor Felipe Jaque prosigue con su presentación, refiriéndose, precisamente, a los *commodities*. Sobre el particular, informa que los precios de las distintas categorías volvieron a aumentar en el mes, como es el caso de los índices agregados de metales, granos y cereales y energía, que mostraron variaciones cercanas al 10%. En cuanto a los productos desagregados, comenta que el maíz y arroz presentaron las mayores alzas en el mes, seguidos por el cobre y el petróleo.

El Consejero señor Rodrigo Vergara, pensando en los agricultores, consulta si el maíz, el arroz y el trigo registran hoy buenos precios en términos históricos. El señor Felipe Jaque responde que ello es efectivo, ya que exhiben una recuperación. Añade que si bien el índice agregado de granos y cereales está en niveles bastante superiores a los observados a principios del 2009, no alcanza al exhibido en el *rally* del período 2007 – 2008.

El señor Felipe Jaque señala que cuando se analiza el precio del cobre y del petróleo en distintas monedas, en este caso, en dólares, euros, yenes, wones coreanos y yuanes, indizados arbitrariamente a enero 2007 igual 100, se puede advertir que el comportamiento del precio del cobre en dólares está muy cerca de los niveles máximos alcanzados en el año 2008; y que, comparado con su precio en euros, está incluso por sobre los niveles máximos del último *rally* de precios de *commodities*, mientras que en yenes resulta ser el más bajo.



En cuanto al mercado de granos, el señor Felipe Jaque indica que el trigo no registra muchos cambios respecto de la Reunión pasada, y que, sobre la base de lo que actualmente se transa en contratos, hay expectativas de que su precio disminuirá en los próximos meses. Por el contrario, recalca que se observa un aumento del precio *spot* del maíz en el último mes y, además, un desplazamiento de los contratos futuros hacia un nivel más elevado que el mes pasado.

Respecto del precio de los combustibles, hace presente que si bien hay un desplazamiento al alza en las curvas de contratos futuros, no es sustancial con relación al mes pasado. Sin embargo, destaca que en los últimos días sí ha habido aumentos adicionales en los contratos de combustibles en los mercados futuros.

El Consejero señor Sebastián Claro formula un comentario, para tratar de hacer calzar dos elementos que, a su juicio, no se derivan de la presentación con la misma dirección. Plantea que, por un lado, predomina la idea de que las perspectivas de las economías desarrolladas han ido cayendo sostenidamente; que los datos en Estados Unidos son desalentadores y que, por lo tanto, se empieza a apoderar la sensación de que se avecinan tiempos difíciles; que se está frente a un desapalancamiento importante; y, que los determinantes del consumo sugieren que su recuperación es lenta, entre otros. No obstante, sostiene que si se revisan los precios de los activos financieros, la conclusión que se deriva no sería la misma, por cuanto las bolsas no necesariamente han tenido ese mismo comportamiento y los premios por riesgo de muchos tipos de activos en esos países no han seguido la misma tendencia. En consecuencia, consulta cómo se puede hacer calzar ambas situaciones.

El Presidente señor José De Gregorio señala que hay un detalle respecto a lo anterior, y es que "*corporate America is very strong*" y reposa sobre un capital enorme, lo que, obviamente, es muy sólido en términos financieros.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que si bien eso es coherente, tiene dudas al respecto, porque si el mensaje es que la economía norteamericana es muy débil y también la europea, entonces es difícil que los precios de los activos de *corporate America* estén reflejando efectivamente este aumento en el numerador del precio de los activos. Plantea, entonces, que quizás la acción está viniendo por el denominador.

Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio comenta que el índice *Dow Jones* está al mismo nivel que en abril y el Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera añade que ello parte con la expectativa generalizada sobre la proximidad de un relajamiento cuantitativo y un programa importante.

El Consejero señor Sebastián Claro prosigue con su planteamiento, indicando que, tal vez, está predominando no solo el relajamiento cuantitativo, en el sentido de que la curva libre de riesgo se ha aplanado significativamente y ha caído, sino que también no se puede descartar que haya una menor percepción de riesgo. Reitera, entonces, la pregunta de por qué podría pasar eso. Sostiene que una alternativa podría ser que la incertidumbre ha ido disminuyendo o que lo segundo sea que, de alguna manera, las señales de la Reserva Federal sobre una provisión bastante ilimitada de liquidez están llevando a una sobrevaloración de ciertos tipos de activos —hay otros que están muy castigados, como los del sector inmobiliario, etc.—, que llevan a percibir una abundancia de liquidez y de financiamiento, que no estará disponible a discreción por muchos años, afectando negativamente los precios de los activos. En su opinión, esa es la manera de equilibrar el hecho que algunos precios de activos estén subiendo, al mismo tiempo que una economía baja consistentemente y se debilita.

El Presidente señor José De Gregorio hace presente que todas las bolsas están por debajo del nivel que alcanzaron en marzo. Agrega que desde septiembre han estado subiendo por un efecto financiero muy fuerte, generado por el anuncio del *Quantitative Easing*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro añade que la volatilidad de los mercados bursátiles ha caído, que las primas por riesgo corporativo se han mantenido o caído en el margen y que los CDS del sector bancario y las primas de financiamiento en el corto plazo en el sector bancario también han caído en el margen. Reconoce que quizás esto obedezca a un problema de dimensiones en ese sentido, pero desconoce cómo hacerlo coherente con la historia de un debilitamiento que cada vez se asienta más.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón comenta que, desde el punto de vista del numerador, hay elementos que indican que a las empresas norteamericanas les está yendo bien y que a aquellas que están integradas al mundo, como la Coca Cola, les va a ir mejor que a las que solo operan en Estados Unidos, como una inmobiliaria. Agrega que, incluso aquellas compañías ubicadas en el centro de Estados Unidos tendrán mejores resultados que las de la periferia de ese país, porque no experimentaron el *boom* inmobiliario y los habitantes de esa zona no tuvieron pérdidas importantes de riqueza, o ganancias y después pérdidas de riqueza. Explica que a ello se suma que esa zona está más relacionada con los *commodities*, excluyendo, por supuesto, la parte automotriz de Detroit.

El señor Beltrán de Ramón señala, asimismo, que, hoy día, el consenso es que la acción de la Reserva Federal no tiene por objeto evitar una doble recesión, sino que evitar una deflación, lo que significa que todos están viendo una "L" con una pequeña pendiente. Añade, finalmente, que si llegara a una deflación, sí podría haber una doble recesión, pero posteriormente.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la exposición del Gerente de Análisis Internacional Subrogante señor Felipe Jaque y da paso, a continuación, a la presentación del escenario interno, a cargo del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto inicia su exposición, precisando que, en materia de actividad, el Imacec de agosto alcanzó a 7,6% y que, por primera vez después de muchos meses, registró una variación mensual negativa de 0,2%, la que estaba contemplada, de alguna manera, en el escenario del Banco.

Señala que, en términos sectoriales, la industria no solo recuperó los niveles exhibidos antes del terremoto, sino que los empresarios del sector han respondido que están operando a plena capacidad. En cuanto al comercio, indica que se atenúa el dinamismo, en especial, el del minorista, lo que es coherente con la hipótesis del efecto de abultamiento posterior al terremoto, que lleva a que este no sea tan intenso como el registrado en los meses siguientes a esa catástrofe. Al respecto, y respondiendo a una consulta del Vicepresidente señor Manuel Marfán, aclara que ello estaba considerado en el supuesto del Banco, por lo que está corroborando el escenario base.

En relación con el sector construcción, el señor Claudio Soto hace presente que los antecedentes tienden a confirmar el supuesto de un cierto repunte hacia el cuarto trimestre. Sobre el particular, destaca que los datos de ventas de viviendas de los últimos meses dan cuenta de la recuperación de los flujos de ventas y que el indicador de meses para agotar *stock*, que es importante para las perspectivas del sector, ha retrocedido a niveles bastante bajos en la perspectiva de los últimos dos años, lo cual también apunta a que el sector construcción podría comenzar a adquirir cierto dinamismo. Añade que algunos indicadores parciales, como los despachos de cemento y las ventas reales, también tienden a sugerir una cierta recuperación. Manifiesta que estas perspectivas de actividad se han visto reflejadas en la percepción de los empresarios del sector, que han mejorando significativamente, ubicándose hoy en un nivel neutral, lo cual no se observaba desde el año 2008.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente aludido señala que las importaciones registran un cierto aplanamiento y las importaciones de bienes de capital, un retroceso, lo que también es coherente con la hipótesis de abultamiento planteada hace un tiempo. Menciona que en el caso de las importaciones de bienes de consumo también se advierte un aplanamiento, acorde con lo observado en el comercio minorista. En consecuencia, indica que después del rápido crecimiento que se produjo con posterioridad a la crisis y, más tarde, producto del terremoto, se observa ahora una situación más bien de aplanamiento.

El señor Claudio Soto informa, a continuación, que los resultados de la encuesta del IMCE permiten pensar que aún habría cierto espacio para que los inventarios se acumulen a una tasa algo superior a la histórica, y que su nivel está por debajo de lo deseado y es inferior al promedio de las respuestas que hubo hasta antes de la crisis, a fines de 2008, por lo que habría un cierto espacio para una acumulación adicional de inventarios.

Destaca, asimismo, que las encuestas arrojan que las percepciones han seguido mejorando, en especial, las que dicen relación con la compra de bienes de consumo durables por parte de los hogares, que han vuelto a aumentar y han llegado a niveles bastante altos, lo que da cuenta de condiciones crediticias y de precios de bienes que son muy favorables.

En resumen, señala que el escenario del sector real es muy parecido al del último IPoM, por lo que no se ha modificado la proyección de crecimiento de 5,4% para este año. Subraya que si hay un cambio en la composición sectorial, específicamente un menor crecimiento del sector recursos naturales, derivado de una situación puntual que afecta al sector EGA, porque cambia la composición de la generación eléctrica, disminuyendo la generación hídrica y aumentando la térmica, lo cual tiene menos valor agregado y lleva a corregir la proyección. Añade que el sector pesca se corrige significativamente, por las bajas capturas, lo que constituye más bien un problema de oferta que, probablemente, será bastante más persistente en el tiempo. Sobre el particular, hace presente que se está evaluando, de hecho, de qué manera esto puede impactar al sector industria, en especial, a las productoras de harina de pescado. Finalmente, comenta que el sector resto se corrigió al alza, donde tiene mayor incidencia el sector otros servicios, que ha estado más dinámico en el margen.

En relación con la demanda, informa que se corrige marginalmente al alza respecto del último IPoM, por una mayor acumulación de inventarios.

En materia de velocidades, indica que persiste la desaceleración del PIB y de la demanda final en el segundo semestre de este año, por lo que los inventarios volverían a niveles inferiores a los existentes antes de la crisis en términos de *stock*. Hace notar que las velocidades de la inversión exhiben un efecto *flip-flop*, ya que aquellas del tercer trimestre serían negativas por el efecto de abultamiento observado en el trimestre anterior, mientras que hacia el cuarto trimestre volverían a ser positivas, una vez que comiencen a ejecutarse los programas de reconstrucción.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, refiriéndose al mercado laboral. Al respecto, destaca que el empleo y la fuerza de trabajo continúan aumentando y que la tasa de desempleo se detiene algo por sobre el 8%. Subraya que el empleo por cuenta propia en el sector servicios ha estado contribuyendo significativamente a la recuperación del empleo, como también la industria y algo menos la construcción, más que nada porque este último sector tiene una incidencia bastante menor en el empleo total.

Respecto de los salarios, hace presente que si bien las tasas de crecimiento de los salarios nominales han aumentado en doce meses desde comienzos de año hasta ahora, en términos reales han tendido a desacelerarse. Sobre el particular, especifica que hasta unos meses se observaba un cierto estancamiento y, luego, en los dos últimos, una cierta caída en los salarios reales, cuyas tasas de crecimiento interanual están entre 1,5 y 2%. Señala que ello da cuenta de lo mencionado en la Minuta de Opciones, esto es que, dado que hay más empleo



y los salarios reales están cayendo algo en el margen, habría un aumento de la oferta de trabajo bastante relevante con posterioridad al terremoto.

En materia de inflación, el señor Claudio Soto informa que la inflación del IPC, de 0,4% en septiembre, estuvo por debajo de la proyección interna. Comenta, en todo caso, que las sorpresas se produjeron precisamente en los ítems anticipados, respecto de los cuales se tenía mayor incertidumbre. Indica que en el caso del vestuario, en particular, la sorpresa tuvo una incidencia de casi tres décimas en el IPC, y que por el lado de las tarifas eléctricas hubo sorpresas adicionales, como consecuencia de una mayor caída en las del Sistema Interconectado del Norte Grande. Agrega que también hubo sorpresas al alza, que compensaron las sorpresas negativas provenientes de las frutas y verduras, y combustibles.

Destaca que en el caso de los combustibles, lo relevante es que su caída fue inferior a la esperada, lo que significa que el aumento en su precio internacional durante el mes fue de una magnitud mayor, en términos porcentuales, que la apreciación nominal del tipo de cambio en igual período. Recalca que los combustibles cayeron de todas maneras, pero en un porcentaje inferior al considerado en el escenario, lo que es relevante para la proyección. Agrega que para los meses venideros se tiene un supuesto de tipo de cambio inferior al de la RPM pasada y uno mayor en el caso del precio de los combustibles, advirtiendo, al respecto, que estas proyecciones fueron elaboradas con un tipo de cambio de \$483, que corresponde al promedio de los cinco o diez días anteriores al cierre de las proyecciones, por lo que es superior al tipo de cambio actual, si se considera lo acontecido durante la última semana.

En cuanto a vestuario, hace presente que se está suponiendo que el aumento estacional de precios por cambio de temporada no se va materializar antes de marzo próximo. En todo caso, comenta que personeros del INE indicaron, a título informal, que el cambio de temporada se habría dado en julio y habría sido imperceptible, porque se combinaron los avances de temporada con liquidaciones de la temporada previa.

El señor Claudio Soto menciona que otra sorpresa relevante provino de los cigarrillos. Sobre el particular, recuerda que desde hace unos meses se había estado suponiendo que tendrían que haber alzas por el impuesto específico, las que no se han materializado, razón por la cual se está suponiendo ahora que se producirán recién a partir del próximo año. Añade que se dispone de información casuística, de argumentos sobre las causas de ello, como problemas de contrabando y otros, que no son muy plausibles.

Finalmente, plantea que la sorpresa en las tarifas eléctricas estuvo dada por una reliquidación transitoria, de una sola vez, en el Sistema Interconectado del Norte Grande, que implicó una devolución del precio, pero que significará un aumento en el mes siguiente. Agrega que, posteriormente, se deberá considerar la nueva fijación del precio del nudo, que vendría el alza, dado el aumento de los costos marginales.

Dado lo anterior, el señor Claudio Soto destaca que la proyección para la variación anual del IPC se corrige a la baja, hasta 3,3% a diciembre, desde el 3,7% contemplado en la Reunión pasada. Al respecto, subraya que más allá de las sorpresas en el caso del vestuario, se está considerando que ella es permanente, por lo que queda incorporada en la proyección. Recalca, asimismo, que las correcciones mayores afectan al IPCX1, cuya variación anual sería de 0,4%, por una reducción en el precio del equipamiento para la vivienda, como televisores, computadores, electrodomésticos, bienes durables, en general, que se explicaría, a su vez, por la apreciación del peso.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta por el tipo de cambio utilizado para efectuar esta proyección. El señor Claudio Soto explica que la proyección fue elaborada sobre la base del seguimiento de los precios de las grandes tiendas, que se realiza prácticamente en tiempo real, por lo que considera los precios *spot* de la última semana que, de alguna manera, estarían capturando las caídas del tipo de cambio.



El señor Claudio Soto continúa, explicando que, de todas maneras, la reducción en el IPCX1 no se ve tan pronunciada como en el IPCX y en el IPC total, por la devolución de las tarifas eléctricas, que va a incrementar algo más la variación mes a mes en el caso del IPCX. Agrega que en el caso del IPC total, se le agrega la corrección al alza del precio de los combustibles que, de hecho, ya se ha materializado en lo que va de octubre. Reitera que esa corrección es la más importante y se va a ver reflejada, principalmente, en la variación en doce meses del IPCX1 y no tanto en la variación del IPC total.

El señor Claudio Soto indica que en términos de incidencia anual en adelante, solo el vestuario va a afectar negativamente la variación en doce meses, ya que en el margen el resto de los componentes del IPC están teniendo una incidencia neutral o positiva, en general.

En cuanto a una serie de modelos alternativos de series de tiempo, que se basan en la historia para hacer la proyección, señala que tienden a indicar algo menos de inflación que el escenario base, y añade que la proyección interna está bastante alineada y un poco por sobre lo que tienen los seguros de inflación de aquí a marzo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, refiriéndose a los mercados financieros. Al respecto, manifiesta que, desde la última RPM, hay dos puntos a destacar. Menciona que el primero dice relación con el aumento sistemático de las tasas en UF, que venía ocurriendo hasta antes de la RPM pasada y continuó después de ella; y el segundo, con que las tasas *swap*, que se incrementaron con motivo de la publicación del IPoM porque el mercado recogió las perspectivas de una normalización del impulso monetario más intensa que la esperada, se revirtieron significativamente después de la publicación de la Minuta de la última Reunión.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si el alza de las tasas en UF obedece solo a las perspectivas inflacionarias. El señor Claudio Soto responde que también hay un componente de perspectivas de crecimiento, que se han ido corrigiendo al alza de manera sistemática después del IPoM.

El señor Presidente comenta que, en ese caso, también deberían estar subiendo las tasas nominales. El señor Claudio Soto expresa que, en su opinión, están ocurriendo ambas cosas, esto es, mayores perspectivas de crecimiento con menores perspectivas inflacionarias, básicamente por el comportamiento del tipo de cambio.

El señor Claudio Soto prosigue, mencionando que las tasas de colocación comerciales han vuelto a subir, en línea con la normalización de la tasa de política monetaria, no así las de consumo a tres años, que han estado bastante estables desde mediados del año pasado. En cuanto a las tasas hipotecarias, subraya que la prensa informó que se encontraban en un mínimo histórico. Al respecto, hace presente que ellas han venido cayendo desde hace bastante tiempo y que luego han tendido a estabilizarse en el margen. Agrega que estas tasas han tenido, en general, una correlación elevada con las tasas de los BCU-5, la que no solo se pierde en los últimos datos, sino que podría marcar alguna reversión, en la medida que las tasas de estos bonos sigan aumentando.

En cuanto a las colocaciones, el señor Claudio Soto enfatiza que continúan dinámicas. Sobre el particular, manifiesta que las variaciones mes a mes son positivas, lo cual augura que las variaciones en doce meses también van a seguir aumentando. Señala que ello se complementa esta vez con la encuesta de condiciones crediticias, que indica, en general, que las condiciones son bastante favorables por el lado de la oferta y más aún por el lado de la demanda respecto de la encuesta anterior.

El señor Claudio Soto se refiere, a continuación, al tipo de cambio. Destaca que el tipo de cambio nominal se ha apreciado 3,8% respecto del dólar desde la última RPM producto, principalmente, de la depreciación del dólar más que de los movimientos del peso.



Añade que, en términos multilaterales, la apreciación es de aproximadamente 1,2% desde la última Reunión, lo cual ubica el tipo de cambio real *spot* en 87 aproximadamente, es decir, en el límite de los rangos de valores de equilibrio de largo plazo de los modelos con fundamentales.

En cuanto al tipo de cambio real medido a paridades *spot*, informa que está 4,9% por sobre el valor mínimo de los últimos años, registrado el 13 de marzo del 2008, que, a moneda de hoy, corresponde a \$467.

El señor Claudio Soto hace presente que si se analizan los fundamentales que, habitualmente, se utilizan para explicar la evolución diaria del tipo de cambio, se observa que desde la última RPM no ha habido grandes noticias por el lado del diferencial de tasas ni por el de las tasas domésticas, pero sí por el lado del precio del cobre, cuyo aumento va más allá de las monedas de denominación, como por la depreciación del dólar. Respecto de esto último, detalla que hubo un movimiento importante en los NDF inmediatamente después de esa Reunión, luego de lo cual la posición NDF se ha mantenido estable, y que es relevante destacar su cambio de signo, por cuanto se tenía una posición compradora de dólares y ahora, una posición vendedora *forward*.

En relación con los dos modelos, esto es, aquel que incorpora los flujos de las AFP y de los NDF, como el que no los incorpora, hace presente que, desde la última RPM, prácticamente todo el movimiento del tipo de cambio se explica por el comportamiento del dólar y del cobre, y que si bien hay un residuo que no se puede explicar, es bastante menor que el observado dos o tres meses atrás. Agrega que al incorporar los movimientos de los flujos a los movimientos de los fundamentales, se advierte claramente que lo que ocurre con los NDF se correlaciona con lo acontecido con el dólar en los últimos meses, lo que permite explicar mejor los movimientos del dólar en lo más reciente.

Con todo, el señor Claudio Soto precisa que los modelos de corto y de largo plazo con fundamentales no sugieren de manera evidente que haya un desalineamiento del tipo de cambio, por cuanto los residuos están dentro de las bandas de confianza.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán estima que se debiera analizar el efecto de la política fiscal sobre el tipo de cambio. Asimismo, es de opinión que en lo que dice relación con los flujos de NDF, se gana capacidad de análisis si se separa la posición activa de la posición pasiva. Al respecto, sostiene que siempre se considera la posición neta, en circunstancias que la lógica de quienes tienen una posición activa es distinta de la de aquellos que tienen una posición pasiva.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si son los flujos de capitales brutos o los netos los que impulsan al tipo de cambio. Manifiesta que se podría pensar que son los segundos, porque eso es lo que hace la demanda o el tipo de cambio de equilibrio, pero comenta que si los flujos de capitales hacia Chile son muy significativos, los chilenos solo estarán dispuestos a comprar esas divisas a un precio reducido, siendo el tipo de cambio el que hace el ajuste.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera manifiesta tener dudas sobre lo que se puede aprender de considerar los flujos brutos *versus* los netos, porque muchos agentes miran, efectivamente, la posición neta, pero si se quieren acortar, no reducen la posición activa, sino que toman la posición pasiva en caso que los plazos sean más largos. Agrega comprender la preocupación del señor Vicepresidente respecto de poder diferenciar a los agentes que están tomando una determinada posición.

Para resumir, el Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que son los agentes los que importan, ya que cada uno de ellos opera bajo una lógica distinta. Por este motivo, estima que los flujos brutos proveen información que contribuye a ver las tendencias y saber cuáles son los movimientos que predominan. Lo otro, indica, es poner un rezago a cualquier condición, que reporte los errores cometidos en períodos previos.



El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta sentirse levemente incómodo con el hecho que se efectúe un diagnóstico sobre lo que ocurre con el mercado cambiario y se señale que no se advierte un desalineamiento respecto de los fundamentales. A su juicio, el diagnóstico debe ser preciso, porque el tema del tipo de cambio afecta a muchos, y hay que ser cuidadosos con el mensaje que se transmite, ya que no solo es recibido por los operadores financieros, sino que también por el conjunto del país. Reitera que dicho diagnóstico le incomoda, ya que da la impresión de que se quisiera negar la existencia de una apreciación, en circunstancias de que es un hecho. Si bien reconoce que está provocada por fuerzas que el Consejo difícilmente controla, pareciera ser que el argumento apunta en esa dirección, es decir, a declarar que no hay elementos sobre los cuales puede actuar.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que el planteamiento del Consejero señor Enrique Marshall debe tenerse presente en la elaboración del próximo IPoM.

El Gerente de División Política Monetaria señor Kevin Cowan, refiriéndose a los flujos de capital brutos y a los netos, estima que el punto es que, dada la endogeneidad de estos últimos, se buscan los flujos brutos o factores de identificación para saber qué está ocurriendo, lo que en algunos casos puede ser útil, no así en otros. Precisa que ese es su planteamiento con respecto a los precios de activos.

Indica, asimismo, que hay un tema adicional respecto de la conveniencia o necesidad de analizar los flujos brutos, que dice relación con que el sistema financiero no es uno, sino que hay posiciones cruzadas, por lo que no es lo mismo tener una cuenta neta de uno, con una entrada masiva de 10% del PIB y una salida de 10% del PIB, porque son distintos agentes y porque las perspectivas en cuanto a riesgo financiero pueden ser distintas.

En cuanto al tema de la normalidad, el señor Cowan estima que la discusión de los fundamentos de corto y largo plazo del tipo de cambio en Chile, debe considerar los posibles desalineamientos de precios en los mercados financieros internacionales, por cuanto se está en un contexto donde hay propuestas de *Quantitative Easing*, intervenciones con mayor o menor efectividad, en que los precios que se toman como insumo no son necesariamente precios de equilibrio de largo plazo o, incluso, más de mediano plazo.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que con respecto al tema de los determinantes de la fluctuación del tipo de cambio, tiende a concordar con la conclusión de que los diferenciales de tasa no han tenido mayor incidencia en ella, pero con la salvedad, a su juicio muy relevante, que en los últimos meses se ha venido repitiendo una desviación importante entre la tasa *prime*, la de los BCP y la *swap*, que ya escala a niveles bastante significativos. A título ejemplar, señala que, desde la RPM de septiembre, los BCP-2 han subido entre 20 y 30 puntos, pero las tasas *swap* o la TPM implícita en las tasas *swap* han caído 70 puntos. Hace presente que su planteamiento obedece a la importancia de las señales que el Consejo da sobre la evolución de la TPM en adelante, y porque las razones de la persistencia de esta diferencia entre las tasas *prime swap* o BCP *swap* puede ser relevante en la dinámica de corto plazo del tipo de cambio.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán se suma a lo expresado por el Consejero señor Enrique Marshall y por el Gerente de División Política Monetaria señor Kevin Cowan, respecto de la idea de que hay problemas de diferenciales de tasas, por cuanto observa en estos modelos que tratan de explicar la evolución del tipo de cambio, que cuando hay flujos de *forward* o no se tienen flujos de *forward*, la explicación de los residuos es totalmente distinta. No obstante, reconoce que esos flujos explicaron mucho en el pasado, por lo que es de opinión que no son independientes de los diferenciales de tasas; por el contrario, expresa que, a su juicio, la principal explicación para esos flujos son los diferenciales de tasas, lo que deberá ser corroborado estadísticamente.



El Presidente señor José De Gregorio sostiene que el diferencial de tasas sí tiene un efecto en el tipo de cambio y que es un hecho que están ingresando flujos al país. En su opinión, la interrogante principal es qué es lo que está afectando el tipo de cambio, si acaso ese diferencial de tasas o, en el fondo, si son los diferenciales de tasas largas, porque hay perspectivas de crecimiento, que van mucho más allá de los *stance* de política monetaria.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera clarifica el comentario que se formuló sobre el diferencial de tasas. Al respecto, manifiesta que el hecho que ese factor no se haya intensificado desde la RPM anterior no significa que no haya sido relevante. De hecho, destaca que en todos los análisis de la Gerencia de División a su cargo, está contemplado que ese diferencial de tasa ejerce un impacto en el tipo de cambio, que está influyendo y que lo seguirá haciendo. Complementa su intervención, informando que este factor no se intensificó en las últimas cuatro semanas, pero sí lo hizo el repunte del precio del cobre y la depreciación internacional del dólar.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que hay que tener presente dos elementos: en primer término, que, probablemente, la endogeneidad de las tasas y de los NDF determinan que los resultados de las regresiones no sean las esperadas; y, en segundo lugar, que es muy probable que la correlación entre tasas y tipo de cambio no haya sido muy estable históricamente. En consecuencia, indica que no es tan fácil encontrar, empíricamente, una relación.

Al respecto, se refiere luego a unos gráficos que elaboró la Gerencia que encabeza, que muestran la evolución del tipo de cambio bilateral de un conjunto de economías: peso-dólar, peso-euro, peso-peso mexicano, peso-real y los diferenciales con respecto a esas economías a tres meses y a dos años, los que indican que hay una mayor correlación entre los diferenciales de tasas y los movimientos de tipo de cambio a partir del año 2007, aproximadamente.

Para finalizar el análisis del tipo de cambio, el Vicepresidente señor Manuel Marfán comenta que hay una discontinuidad en el impacto de los diferenciales de tasas sobre el tipo de cambio, dependiendo de si está en zona de arbitraje. Manifiesta que, aun cuando es cierto que la dispersión del costo de fondos internacional de los bancos chilenos ha aumentado significativamente desde la quiebra de *Lehman Brothers* y, por lo tanto, es más difusa la frontera entre esa área de arbitraje y de no arbitraje, es de opinión que mientras se está en el área de no arbitraje, los diferenciales de tasas explican algo, pero mucho menos cuantitativamente que cuando entran a una zona de arbitraje. Dado lo anterior, estima que debiera hacerse esa diferencia en las regresiones.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, señalando que la bolsa local registró algunos vaivenes desde la RPM anterior, pero que se mantiene, en general, en niveles similares a entonces. Añade que, en comparación con otras bolsas, ha tenido un rendimiento inferior, independientemente de la moneda en que se las denomina.

En cuanto a los agregados monetarios, indica que han seguido desacelerándose. Al respecto, manifiesta que su velocidad de expansión se ha reducido y que las tasas de crecimiento interanual también han ido cayendo. Precisa que en el caso puntual del M1, la tasa de crecimiento interanual ha retrocedido en línea con lo que explicaría un modelo con fundamentales, habiendo espacio, en consecuencia, para una desaceleración de su crecimiento aún mayor en adelante.

El Gerente de Análisis Macroeconómico continúa, informando que las expectativas de crecimiento para este año se corrigieron marginalmente al alza desde la Reunión pasada, y precisando que ellas se ubican ahora en 5,4% para el presente año y en 6% para el próximo. Indica que las expectativas de inflación a mediano plazo tienden a retroceder un poco, tanto si se la mide con las tasas *swap* como con las tasas de los bonos, ya que en ambos casos las compensaciones uno en uno retroceden. Al respecto, hace presente que las



tasas de bonos en UF, por ejemplo, habían estado aumentando, mientras que las nominales habían estado más bien planas, y que algo similar sucede con las tasas *swap*, lo que determina que las expectativas de inflación tiendan a retroceder en el margen.

En relación con la Encuesta de Expectativas Económicas, menciona que la inflación a dos años continúa anclada en 3% y que el sesgo en las expectativas hacia una mayor inflación ha tendido a atenuarse en los últimos dos registros, ya que si bien sigue habiendo una masa mayor de respuestas que espera una inflación superior a 3% a fines del horizonte respecto quienes piensan que puede ser inferior a ese porcentaje, estos últimos han aumentado y los primeros han disminuido.

Respecto de la decisión política para esta Reunión, el señor Claudio Soto informa que, en general, los operadores de mercado y los analistas tienden a pensar, mayoritariamente, que el Consejo va a acordar un aumento de 25 puntos base, mientras que otros creen que este será de 50 puntos base. Al respecto, comenta que si bien el mercado no está completamente dividido entre ambas opciones, sí hay un cierto sesgo a que el aumento será de 25 puntos base.

Para finalizar, el señor Claudio Soto señala que la curva *forward* se ha ajustado a la baja en su tramo más corto, por lo que se estima que la TPM llegará a 3,25% en diciembre. Agrega que si se estima esta curva con las tasas *swap*, esto es, con la metodología que utiliza la Gerencia de Mercados Nacionales, la tasa estaría algo por sobre 3% de aquí a diciembre.

No habiendo comentarios, el Presidente señor José De Gregorio agradece la exposición del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, suspende la Sesión a las 13:15 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 161.

El Presidente señor José De Gregorio da la bienvenida al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera para que presente las Opciones de Política Monetaria para la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera comienza su intervención, indicando que en la Reunión de Política Monetaria de septiembre último, el Consejo acordó aumentar la tasa en 50 puntos base y señaló que seguiría reduciendo el significativo estímulo monetario a un ritmo que dependería de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

A continuación, el señor Herrera se refiere a los principales antecedentes que se han acumulado desde entonces. En primer término, señala que en las economías desarrolladas se consolida un escenario de menor crecimiento, baja creación de empleos, bajas tasas de inflación y de una prolongación del estímulo monetario o, incluso, de medidas adicionales de relajamiento en algunas de ellas, mientras que en las economías emergentes continúan las señales de dinamismo y se observa, además, un repunte en los precios internacionales de productos básicos. Menciona que, en este contexto, se ha observado una disminución generalizada en las tasas de interés de largo plazo en los países principales, un repunte en los precios de otros activos y un debilitamiento del dólar en los mercados internacionales, situación esta última que ha generado una serie de tensiones cambiarias en diversas economías. En línea con la tendencia global, destaca que, desde la última Reunión, el peso se ha apreciado en torno a 3,8% respecto del dólar, pero solo 1,2% respecto del promedio de los socios comerciales de Chile, esto es, con relación al tipo de cambio multilateral.

En segundo lugar, hace presente que, en Chile, las cifras recientes de actividad confirman una recuperación vigorosa de la economía, con señales de moderación incipiente en la demanda, y que esta evolución, al igual que el reciente anuncio de presupuesto fiscal del año



2011, está en línea con lo previsto en el IPoM. Agrega que la inflación de los dos últimos meses ha estado algo por debajo de lo esperado por el mercado y por el IPoM, debido principalmente a factores específicos, en particular, el vestuario. Al respecto, anticipa que es probable que algunos de estos factores no se reviertan en los próximos meses y que ello no solo ha llevado a reducir las proyecciones de corto plazo para la inflación total y subyacente, sino que las expectativas inflacionarias privadas de corto y mediano plazo también se han reducido desde la mitad superior del rango de tolerancia hacia el 3%.

El señor Gerente de División Estudios expresa que para esta Reunión, las principales consideraciones se refieren a la incorporación de las novedades respecto de la inflación, el escenario internacional y el tipo de cambio, antecedentes que llevan a proponer como opciones relevantes un incremento de 50 puntos base de la tasa de política monetaria o un aumento de 25 puntos base, moderando su ritmo de normalización. Señala que la preferencia de la Gerencia de División que encabeza es por la segunda opción, la que pasa a justificar a continuación.

El señor Luis Óscar Herrera indica que la estrategia de normalización monetaria que se diseñó en el IPoM de septiembre se basaba en dos elementos principales. Por una parte, plantea que la economía estaba y continuaría cerrando las brechas disponibles de capacidad con rapidez y, por otra parte, que la inflación experimentaría una normalización al alza, llevándola durante algunos meses a la mitad superior del rango de tolerancia, para luego converger hacia el 3% anual. Enfatiza que este escenario requería crear condiciones financieras para lograr una convergencia paulatina del crecimiento económico hacia tasas sostenibles, evitando crear presiones inflacionarias o confusión en las expectativas privadas, y que la estrategia de política monetaria contemplaba una fase inicial de retiro más rápido del estímulo monetario y luego una fase de normalización más lenta. Hace presente que desde la publicación del IPoM a la fecha, los antecedentes han continuado validando el primero de los elementos de este escenario, esto es, la velocidad de cierre de las brechas, pero no el segundo, es decir, la intensidad del repunte de la inflación.

En opinión del señor Luis Óscar Herrera, los antecedentes relativos a la evolución de la actividad, por sí mismos, sugerirían mantener la estrategia de normalización que se delineó en el IPoM de septiembre y subir la TPM al mismo ritmo que en reuniones anteriores. Agrega que el reciente repunte en los precios internacionales de materias primas también sería un factor que, de mantenerse en el tiempo, podría presionar la inflación local en los trimestres venideros. Sin embargo, manifiesta que los antecedentes relacionados con la evolución reciente de la inflación, las expectativas privadas, el tipo de cambio y el escenario internacional, sugieren una moderación del ritmo de aumento de la TPM, por cuanto los registros de inflación han evolucionado por debajo de lo anticipado por el mercado y lo contemplado en el IPoM de septiembre, a lo que se suma una reducción de las expectativas inflacionarias privadas de corto y mediano plazo, centrándose en torno a 3%, comportamiento que coincide con la reducción en las presiones inflacionarias de las economías desarrolladas y la apreciación del peso. Al respecto, destaca que, desde la última RPM, el peso se ha apreciado respecto del dólar y, en menor medida, respecto de las monedas de nuestros socios comerciales. A su juicio, de mantenerse esta apreciación del peso, probablemente contribuirá también a reducir las presiones inflacionarias.

Por otro lado, sostiene que las presiones inflacionarias internas asociadas al cierre de las holguras en Chile aún son moderadas. En particular, menciona que el dinamismo de la creación de empleo ha ido acompañado de una respuesta muy elástica de la participación laboral, sin una aceleración significativa de los salarios nominales. Finalmente, plantea que un debilitamiento del crecimiento en las economías desarrolladas también podría ser un riesgo para la continuidad y sustentabilidad de la recuperación mundial.

El señor Gerente de División Estudios expresa que todos los elementos anteriores recomiendan aminorar el ritmo de retiro del estímulo monetario y subir la TPM en 25 puntos base en esta oportunidad, llevándola a 2,75% anual. Hace presente que esta es la



alternativa esperada por la mayoría de los analistas, aunque destaca que, a diferencia de reuniones anteriores, existe un menor grado de consenso respecto de esta alternativa. Sin embargo, reitera que bajo cualquiera de las dos opciones planteadas, la tasa de política monetaria resultante aún es expansiva, por lo que es probable que en reuniones futuras sea necesario continuar retirando el estímulo monetario de la economía. En su opinión, la calibración de este proceso requerirá tomar en cuenta la experiencia histórica y las perspectivas de crecimiento de la economía chilena, así como también el menor nivel que se anticipa para las tasas internacionales, tanto reales como nominales, en relación con sus promedios históricos.

El Presidente señor José de Gregorio agradece al Gerente de División señor Luis Oscar Herrera por su presentación y ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de Investigación Financiera señor Luis Felipe Céspedes inicia su intervención, enfatizando un aspecto que, a su juicio, es relevante en la presente decisión de política monetaria y que dice relación con la validez o conveniencia del aumento más rápido de la TPM al inicio del ciclo de normalización o *front loaded*.

Sobre el particular, señala que, dependiendo de la tasa neutral que se considere, el ajuste realizado a la fecha es menor que el que restaría por realizar para devolver la TPM a su tasa neutral. Sostiene que como dicha tasa puede haber sufrido modificaciones a la baja, dados los eventos recientes, no se puede descartar que ese camino sea más corto, por lo que debe ser discutido en mayor detalle. En tal sentido, considera importante mantener una continuidad en el aumento de tasas para asegurar una dinámica futura de la inflación en línea con la meta. Destaca, además, que las brechas de capacidad se están cerrando a un ritmo similar al delineado en el IPoM y que este ritmo de cierre de brechas es un elemento clave en la estrategia de *front loaded*, toda vez que la política monetaria actúa con rezago en la economía.

En su opinión, lo anterior implica descartar la alternativa de mantención de tasas, ya que entrar en una dinámica de este tipo, en que en algunas ocasiones se sube la tasa y en otras se mantiene, debiese ocurrir cuando se esté en terreno en el que la tasa real sea mayor que la actual.

El señor Luis Felipe Céspedes plantea que la existencia de menores registros inflacionarios en relación con los esperados en meses recientes, es un antecedente que debe ser considerado, por cuanto constituye un elemento central en la conducción de la política monetaria, lo que ha quedado establecido en ciclos pasados.

Expresa que lo anterior implica, a su juicio, realizar un ajuste en la TPM dentro de sus potenciales escenarios del IPoM pasado, ponderando los menores registros inflacionarios recientes, lo que implica considerar, como alternativa, un ajuste menor en la TPM, en relación a meses anteriores, descartándose la eliminación del ritmo de normalización, sea en esta oportunidad o en el muy corto plazo, ya que la efectividad de la política monetaria y las acciones complementarias que el marco de política monetaria considera, depende de un accionar coherente con los objetivos inflacionarios.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de Investigación Financiera señor Luis Felipe Céspedes y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón.

El señor Gerente de División Operaciones Financieras señala que la Minuta de Opciones de la Gerencia de División Estudios, indica que las alternativas disponibles para la presente Reunión son un alza de 25 o de 50 puntos base en la TPM, y plantea que los antecedentes más relevantes acumulados desde la Reunión de Política Monetaria anterior se resumen en tres elementos.



El primero de ellos dice relación con las brechas disponibles de capacidad, las que continúan cerrándose y, más importante aún, indica que no se observa un debilitamiento en Chile en el año 2010 ni en el 2011, a pesar de que el mundo está creciendo algo más lento. El segundo elemento se refiere al presupuesto fiscal, ya anunciado, que modera su velocidad, pero sigue teniendo un crecimiento superior al potencial. Por último, agrega que el tercer elemento se relaciona con el tipo de cambio, que se ha apreciado significativamente desde la Reunión pasada.

El señor Beltrán de Ramón hace presente que estos elementos tienen evidentes implicancias en la inflación y en la política monetaria. A su juicio, la brecha de capacidad y la política fiscal presionan, en algún mayor o menor grado, el cierre de brechas y la inflación al alza, por lo que ambos elementos apoyan la opción de subir la TPM al ritmo habitual de 50 puntos base, considerando que aún se está lejos de una tasa neutral o, al menos, de descanso. En cuanto al tipo de cambio, estima que genera menores presiones inflacionarias a través del coeficiente de traspaso. Agrega que estas presiones son de carácter transitorio - efecto de una sola vez-, a diferencia de las primeras, que son de carácter permanente, a menos que se piense que la velocidad de caída del tipo de cambio se mantendrá por un tiempo prolongado, lo que es inconsistente con el hecho que el Banco Central no ha descartado -y así lo han dicho las diversas autoridades- la posibilidad de intervenir. Considera que el tipo de cambio actual se encuentra cerca de sus valores mínimos, por lo que una apreciación de una sola vez apoya la idea de reducir el ritmo de alzas.

En conclusión, el señor Gerente de División Operaciones Financieras señala que los antecedentes expuestos no indican claramente cuál opción es mejor para la presente Reunión, esto es, si subir la TPM en 25 ó 50 puntos base. No obstante, atendidas consideraciones tácticas de política monetaria, así como el nivel actual del tipo de cambio, que mantienen latente una posible intervención cambiaria, estima que estos dos elementos podrían inclinar la balanza hacia alguno de los dos lados.

Al respecto, manifiesta que si bien la decisión de intervención debe ser siempre independiente de la política monetaria, lo que se determine en esta oportunidad puede afectar el curso futuro de la política monetaria si el tipo de cambio sigue cayendo y si, consiguientemente, se decide intervenir en un futuro cercano.

Desde un punto de vista de política monetaria, y dejando fuera, por un momento, las decisiones de intervención, plantea que la opción de subir 50 puntos base, más un Comunicado que sugiera, por ejemplo, que se está más cerca de una tasa de descanso, debiera ser equivalente a un alza de 25 puntos base y un Comunicado similar al anterior, donde se menciona que la TPM es aún muy estimulativa. Añade que, en ese caso, ambos Comunicados o ambas decisiones para este serían equivalentes para el mercado, ya que si en dichas alternativas los agentes interpretan que el Banco Central dejará de subir la tasa cuando alcance los niveles mínimos cercanos a 4%, que es lo que se observa en el ambiente local, entonces ambas decisiones debieran ser equivalentes desde un punto de vista de política monetaria. Estima, en consecuencia, que subir la tasa en 25 ó 50 puntos base, cambiando el Comunicado en cada caso, lo único que produciría serían cambios marginales en la estructura de tasas de corto plazo.

Sin embargo, manifiesta que como no se puede descartar que el tipo de cambio siga cayendo, en particular, porque no solo ha sido la tendencia de las monedas emergentes y no emergentes en los últimos días, sino que podría seguir ocurriendo en las próximas jornadas, la intervención cambiaria está hoy muy latente. Expresa que si ello ocurriera y el Consejo adoptara una decisión en ese sentido, no tendría dudas que para el Consejo sería mucho más cómodo realizar esta intervención lo más cerca posible de la tasa de descanso, de aproximadamente 4%, indicándolo explícitamente, que seguir subiendo la tasa en las Reuniones siguientes.



El señor Beltrán de Ramón señala que por las razones tácticas expuestas, y considerando, además, el tipo de cambio, se inclina por recomendarle al Consejo un alza de 50 puntos base en esta Reunión.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan.

El señor Gerente de División Política Financiera comenta que, en el ámbito externo, desde la última Reunión, se ha consolidado un escenario de crecimiento más lento y por más tiempo de las principales economías desarrolladas, pero con un menor nivel de incertidumbre. Añade que, tal como se ha mencionado, las tasas internacionales libres de riesgo han bajado ante expectativas de tasas más bajas por un período más prolongado y, potencialmente, por un nuevo episodio de *Quantitative Easing*, por lo menos por parte de la Reserva Federal.

Indica que en el mercado local, las condiciones financieras son cada vez más favorables, porque los bonos corporativos registran *spreads* históricamente bajos y porque, de acuerdo con la última encuesta, se observa una banca que continúa flexibilizando las condiciones de crédito. Por otra parte, menciona que los *spreads* se mantienen en niveles similares a los registrados en el año 2007, en un contexto previo al de la crisis internacional.

El señor Kevin Cowan señala que resulta importante destacar que estas condiciones internas favorables se combinan con condiciones de financiamiento externas también muy favorables, que se vuelven relevantes en un escenario en el que hay una sustitución imperfecta entre financiamiento en moneda local y extranjera. Plantea que un ejemplo claro de ello son las emisiones recientes de bonos en el exterior por bancos locales y el sector corporativo.

Por otra parte, hace presente que la demanda interna se muestra aún dinámica, ya que se registran ventas que alcanzan niveles incluso mayores que los implícitos en las tendencias previas al terremoto, si bien se acercan, y porque se observa un importante aumento en la percepción de demanda por parte de la banca también. Por otro lado, destaca el aumento en las ventas de viviendas, lo que ha llevado sus *stocks* a los niveles pre-crisis.

Finalmente, el señor Cowan hace presente al Consejo la complejidad que cree se podría configurar de un escenario de alto crecimiento de la demanda interna en un financiero internacional que todavía es volátil o incierto.

En su opinión, todo lo anteriormente expuesto parece ser consistente con la necesidad de seguir retirando el impulso monetario. En ese sentido, manifiesta concordar plenamente con la Minuta de la Gerencia de División Estudios en cuanto a que la opción consiste en continuar con el proceso de alzas de tasas. Más aún, manifiesta que su sugerencia al Consejo es un alza de 50 puntos base en esta oportunidad, que se pudiera complementar con un Comunicado en línea con la idea de que se estaría terminando el *front loading* o que alzas posteriores podrían ser menores.

El Presidente agradece los comentarios del Gerente de División Política Financiera y, a continuación, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín inicia su intervención, señalando que la cifra de inflación de septiembre, de 0,4% mensual y de 1,9% en doce meses, estuvo en línea con lo esperado por el mercado. Indica que en el resultado del mes destacó el comportamiento estacional tradicional de septiembre, registrándose alzas importantes en alimentos y transporte. Al respecto, precisa que con motivo de la celebración de Fiestas Patrias, se elevaron los precios de diversos productos, como las verduras y hortalizas y los servicios de



transporte en bus interurbano, tren interurbano y transporte aéreo. Por otro lado, menciona que productos como la gasolina contribuyeron a disminuir la inflación, debido en parte importante a la apreciación cambiaria experimentada en el país.

El señor Felipe Larraín hace presente que el IPCX aumentó un 0,4% mensual y el IPCX1 un 0,3%, con lo que las mediciones en doce meses se ubican en 1,5 y -0,5%, respectivamente. En su opinión, es importante destacar que si bien la inflación acumulada a septiembre de 2010 alcanza a 2,7%, el IPCX1 lleva acumulado solo 0,3% en igual período. Sostiene, en consecuencia, que las cifras han revelado en forma consistente que las presiones inflacionarias se encuentran contenidas, visión que se confirma al observar la Encuesta de Expectativas Económicas de octubre, que reveló que las expectativas de inflación no solo se encuentran perfectamente ancladas dentro del rango de tolerancia del Banco Central, sino que se han ido reduciendo. Así, enfatiza que la inflación esperada para el año 2010 se redujo a 3,1%, desde 3,3% que arrojó la encuesta de septiembre y 3,6% la de agosto. Para el año 2011, en tanto, informa que las expectativas ubican la cifra de inflación anual en 3,1%, mientras que las expectativas de inflación que resultan de la utilización de las tasas de mercado de los BCP y BCU a 5 años, arrojan un valor de 2,9%. Hace notar que de estos datos se desprende que las expectativas de inflación para este año se acercan al centro de la banda —escenario que se esperaba hace unos meses—, y que están perfectamente ancladas a plazos más largos.

En términos de actividad económica, el Ministro de Hacienda destaca que el Imacec de agosto volvió a mostrar un importante aumento interanual, esta vez de 7,6%, y que el efecto de la baja base de comparación se va diluyendo en forma gradual y se irá haciendo más exigente en el último trimestre del año. De esta manera, indica que el elevado crecimiento económico se va configurando como un fenómeno persistente más que puntual, aunque sin claros signos de sobrecalentamiento, y que, de hecho, la demanda agregada, si bien es bastante dinámica, comienza a exhibir signos de desaceleración y que los datos disponibles de importaciones, aunque siguen elevados, muestran moderación.

En relación con el tipo de cambio, el señor Felipe Larraín señala que el peso se ha apreciado poco más de 4%, respecto del dólar desde la RPM de septiembre, en línea con la debilidad internacional de la moneda, aunque con mayor fuerza en Chile. A su juicio, este es un cambio importante en el escenario macroeconómico, que está contribuyendo a disminuir la presión sobre el nivel agregado de precios. Añade que, en el corto plazo, parece difícil revertir la tendencia a la apreciación del peso chileno, en especial, considerando que el proceso de normalización de la política monetaria en Chile está en plena marcha, mientras que en Estados Unidos tardará un poco más. En efecto, comenta que la mediana de las respuestas de la última encuesta de *Bloomberg* indica que el mercado espera que la tasa de instancia de la Reserva Federal suba recién el primer trimestre de 2012, visión que es apoyada por la minuta de la última reunión publicada recientemente por dicha Institución, de donde se desprende la posibilidad de estímulos monetarios adicionales en caso de considerarse necesario. De esta forma, hace presente que el proceso de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal, a lo menos, se ha retrasado y que es bastante factible que se mantenga esta tasa en niveles excepcionalmente bajos durante un tiempo prolongado. En su opinión, esta información debe ser tomada en cuenta para decidir acerca de la velocidad que se le imprime al proceso de normalización de la política monetaria.

El señor Felipe Larraín se refiere, a continuación, al proyecto de Presupuesto Público 2011, que el Ministerio de Hacienda dio a conocer con posterioridad a la Reunión de septiembre pasado, en el cual se anunció un crecimiento del gasto público de 5,5% real para el próximo año y se revisó a la baja la proyección de crecimiento del gasto público para este año, a un 7,8%, escenario que es consistente con un cierre paulatino del déficit estructural, que disminuye desde el 3,1% del PIB el año 2009 a 1,8% en el 2011. Agrega que el último Informe de Finanzas Públicas, presentado el 6 de octubre pasado, indica que, dados los parámetros actuales del presupuesto, el déficit estructural pasará a ser 1,5% del PIB en el año 2012; 1,3% en el 2013 y 1% el año siguiente, y aclara que estas cifras son compatibles con crecimientos del gasto público promedio cercanos al 4% real anual entre los años 2012 y 2014. Subraya que



este escenario constituye un esfuerzo importante de normalización de la política fiscal, que debería disminuir considerablemente las presiones de mediano plazo sobre la inflación.

En este contexto, expresa que, como Ministerio de Hacienda, cree que lo más adecuado es continuar con un proceso gradual de normalización de la política monetaria para evitar, en el futuro, ajustes bruscos en la tasa de interés que signifiquen un freno importante a la actividad. Sin embargo, como las presiones inflacionarias se han mostrado inferiores a lo previsto hace unos meses, considera que lo más adecuado para esta Reunión es una moderación en el ajuste de la tasa rectora.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al señor Ministro de Hacienda y da paso a la votación.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comienza su intervención, agradeciendo al *staff* por la excelente presentación y destacando que la situación externa sigue volátil. Al respecto, señala que las noticias no han sido buenas, que tanto Estados Unidos como Europa y Japón parecen encaminados hacia un período de crecimiento económico débil por más tiempo que el inicialmente pensado, y que tal es así, que se prevé un mayor relajamiento monetario cuantitativo en Estados Unidos. Agrega que el dólar se sigue depreciando en el mundo y que las tasas largas han estado cayendo a partir de niveles que ya eran muy bajos. Subraya, asimismo, que las economías emergentes continúan con su dinamismo. No obstante, advierte que una situación más débil en el mundo desarrollado pone, naturalmente, una nota de cautela con relación a la persistencia de este dinamismo en el mundo emergente. Sobre el particular, indica que, en términos generales, estas han moderado o detenido sus procesos de ajuste monetario recientemente.

En el ámbito interno, plantea que la inflación ha seguido exhibiendo registros moderados y que hoy, tanto la medición efectiva como las subyacentes, esto es, el IPCX y el IPCX1, están, en doce meses, por debajo del rango de tolerancia del Banco Central y, más aún, que el IPCX1 mantiene registros negativos a igual plazo. En su opinión, esto puede verse reforzado por la apreciación del peso que se ha observado en las últimas semanas. Sostiene que en sentido inverso operaría el fuerte crecimiento que sigue mostrando la actividad y demanda interna. Hace presente, además, que la inflación podría tener ciertos rezagos, por lo que no debiera extrañar observar mayores presiones de precios de aquí en adelante.

Con todo, hace presente que las proyecciones de inflación de mercado se han ajustado a la baja. Indica que en un escenario de menor actividad externa, menores tasas de interés internacionales y de un tipo de cambio más apreciado, es posible pensar en presiones sobre los precios más acotadas y, por lo mismo, en un ajuste más gradual de la política monetaria en adelante, lo cual, evidentemente, es algo que habrá que ir definiendo a medida que se vayan despejando las incertidumbres hoy existentes.

El Consejero señor Rodrigo Vergara menciona que el tipo de cambio se ha apreciado en términos reales, y que la fortaleza de la economía en relación con el mundo desarrollado, el mayor precio del cobre y mayores flujos de capitales, entre otras, son razones que estarían relacionadas con esta tendencia.

En su opinión, dados los antecedentes que se nos presentan, así como la discusión anterior, lo natural, en esta oportunidad, es moderar el proceso de normalización de la política monetaria y continuarlo, esta vez, con un alza de la TPM de 25 puntos base.

Expresa que es evidente que la política monetaria con estas tasas de interés sigue siendo expansiva, pero que también es evidente que el estímulo monetario se ha moderado con las alzas de los meses previos. Considera que la situación internacional y las menores presiones inflacionarias hacen recomendable, en esta ocasión, seguir algo más lento con el proceso de ajuste monetario.



El Consejero señor Rodrigo Vergara estima también que se debe mantener la señal en cuanto a que en el escenario base, el proceso de normalización de la política monetaria continuará en los próximos meses a un ritmo que habrá que ir evaluando a la luz de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

En virtud de lo anteriormente expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que vota por subir la TPM en 25 puntos, base para llevarla a 2,75%.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que la visión de una situación macro global dual ha tendido a agudizarse, que las perspectivas de mediano plazo para los países desarrollados siguen débiles y que, aun cuando las proyecciones de consenso no reflejan plenamente aquel escenario y los precios de muchos activos han aumentado marginalmente, las declaraciones de la Reserva Federal y la inminente profundización de la expansividad monetaria apuntan en esa dirección. Al mismo tiempo, menciona que el dinamismo en los países en desarrollo continúa siendo importante, en línea con lo que ha señalado el señor Gerente de División Estudios, aunque ciertas señales de normalización en la recuperación han aparecido luego de un rebote en actividad y demanda muy importante en la primera mitad del año. Sostiene, asimismo, que los precios de los *commodities* continúan en niveles altos, con un desempeño para el cobre muy destacable, y con apreciaciones generalizadas de sus monedas, reflejando un mayor atractivo de sus activos y mayores perspectivas de crecimiento.

El Consejero señor Claro plantea que este diferencial de crecimiento parece justificable en el corto plazo, pero que no se puede descartar que una lenta recuperación en Estados Unidos y Europa y una profundización de sus problemas fiscales terminen afectando la proyección de crecimiento a mediano plazo, aún en países con una posición favorable actual, como es el caso de Chile. A su juicio, ello sugiere que el comportamiento del gasto y de la inversión, que no considere esta posibilidad dentro de sus escenarios posibles, puede dificultar el logro de una trayectoria macro estable en adelante.

En el plano interno, manifiesta que la actividad ha sido dinámica en el más corto plazo y que se observa en el margen una desaceleración de ciertos componentes de la demanda que estuvieron más dinámicos en los últimos meses, así como algunas señales de una incipiente mejora en otros sectores que habían estado menos dinámicos, en particular, el sector construcción. Enfatiza que este cambio de composición es positivo y esperado.

En materia de inflación, destaca que los registros fueron similares a los esperados por el mercado, pero menores que las proyecciones del Banco, estimándose que la tasa de inflación será más cercana al 3% hacia fines de año que el 4% esperado anteriormente. En su opinión, este es un fenómeno positivo, no tanto porque evidencia la ausencia de presiones inflacionarias, sino porque otorga mayores grados de libertad para graduar la velocidad de retiro del impulso monetario.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que uno de los fenómenos centrales en las últimas semanas ha sido, sin duda, la significativa apreciación del tipo de cambio nominal y, en menor medida, del tipo de cambio real. Indica que esta trayectoria no es muy distante de la observada en otros países en condiciones cíclicas y estructurales similares y que obedece, en parte, a las condiciones macroeconómicas favorables mencionadas, que han motivado también un debilitamiento generalizado del dólar. Agrega que las positivas perspectivas hacia mediano plazo en la economía chilena y en otras economías desarrolladas también podrían estar influyendo en las expectativas del tipo de cambio, promoviendo una apreciación de las monedas aún mayor. A su juicio, la comunicación del Banco Central, debe recalcar la incertidumbre externa que se observa, la que no debe ser obviada, por cuanto, más allá de las objetivas dificultades que ello representa para algunos sectores del país, resulta difícil argumentar a favor de un desalineamiento cambiario evidente en las condiciones macro actuales.

[Handwritten signature]



A juicio del Consejero señor Sebastián Claro, la trayectoria del tipo de cambio tiene implicancias de corto plazo sobre la inflación, por lo que no se puede descartar que parte de los menores registros de inflación que se han observado —y que también se han observado en otros países en condiciones similares— estén reflejando el impacto cambiario. Hace presente que los menores registros de inflación y las perspectivas algo más benignas para la inflación, así como los datos de actividad en coherencia con una transición hacia tasas de crecimiento más moderado y un tipo de cambio real algo más apreciado que lo anticipado, entregan espacio para la moderación del alza en la tasa de interés. Sostiene que la apreciación real deriva parte de la demanda hacia componentes importados, lo que constituye una natural fuente de menores presiones inflacionarias e introduce, además, un natural desincentivo al endeudamiento externo, al aumentar el costo real efectivo de financiamiento.

Por de pronto, estima que un aumento más acotado en la TPM en esta ocasión es plenamente coherente con la trayectoria central delineada en el IPoM, manifestando que, en ese sentido, discrepa con la Minuta de Opciones. Sobre el particular, indica que es posible que se esté ante un incipiente cambio en las condiciones externas, con implicancias sobre las tasas de interés de largo plazo y con presiones apreciativas sobre el tipo de cambio real en el mediano o largo plazo, que sugieran un escenario distinto para la política monetaria en adelante. En su opinión, ello deberá ser evaluado cuidadosamente.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que vota por un alza de 25 puntos base en la TPM.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado, e indica que si bien las noticias del último mes tienden a confirmar el escenario interno perfilado en el último IPoM, ciertos desarrollos en el frente externo despiertan preocupación.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que las perspectivas de crecimiento global no han experimentado cambios apreciables y que, sin embargo, la economía mundial sigue exhibiendo fragilidad y los problemas estructurales en el origen de la crisis continúan presentes. Al respecto, comenta que el crecimiento entre regiones permanece muy heterogéneo y que se consolida la perspectiva de un lento crecimiento de la actividad y el empleo en las economías desarrolladas, mientras que las economías emergentes mantienen un elevado dinamismo. Indica, asimismo, que las tensiones cambiarias se han intensificado en lo más reciente y podrían abrir paso a medidas proteccionistas en varios países, que las economías emergentes se ven enfrentadas a una fuerte apreciación de sus monedas, y que a ello se agrega una creciente probabilidad de que la Reserva Federal de los Estados Unidos vuelva a implementar medidas cuantitativas en los próximos meses, lo que consolidaría un cuadro de tasas de interés muy bajas en el mundo desarrollado. A su juicio, ello podría intensificar los flujos de capital hacia las economías emergentes y la tendencia hacia la apreciación de sus monedas.

Desde la perspectiva de Chile, considera que el escenario externo puede parecer, en principio, bastante favorable, si se toman en cuenta los parámetros que se utilizan normalmente para efectuar esta evaluación, como el crecimiento promedio de los socios comerciales, los precios de las materias primas relevantes y las tasas de interés en los mercados internacionales. Sin embargo, señala que es necesario tener presente que este escenario tiene riesgos a la baja altos y, además, que está generando tensiones cambiarias y comerciales a nivel global, lo que está lejos de tener una connotación positiva.

El Consejero señor Enrique Marshall hace notar que, en el frente interno, la economía sigue mostrando dinamismo, con cierta moderación en el margen. Destaca que el impulso proviene principalmente del consumo privado y la inversión, apoyado por una marcada recuperación de la confianza, tanto de los hogares como las empresas, y por la normalización de las condiciones crediticias. Al respecto, añade que la expansión del consumo es congruente con la evolución del empleo y la masa salarial. Indica, asimismo, que la inflación se mantiene en



una trayectoria de normalización, algo por debajo de lo proyectado en el último IPoM y también algo por debajo de lo que esperaba el mercado, pero que todavía se debe ser cauteloso para extraer conclusiones definitivas sobre el panorama internacional. Advierte que la evolución del tipo de cambio constituye un factor de especial preocupación, por cuanto el peso se ha seguido apreciando con bastante fuerza, alcanzado niveles no anticipados, lo que tiene efectos sobre la trayectoria de la inflación y, por tanto, implicancias para la política monetaria. Sostiene, además, que si las fuerzas apreciativas se intensifican y persisten, no se podría descartar la adopción de medidas no convencionales.

El Consejero señor Enrique Marshall coincide con la Minuta de la Gerencia de División Estudios, en el sentido que las opciones plausibles, considerando los antecedentes acumulados, son un alza de 25 o de 50 puntos base. En su opinión, existen buenos argumentos para sostener una u otra posición, de manera que la decisión no es completamente simple. Sobre el particular, considera que el proceso de ajuste debe proseguir, porque la actividad se mantiene dinámica y la TPM se ubica todavía por debajo de un nivel coherente con las actuales condiciones cíclicas, por lo que descarta, por tanto, una pausa o una interrupción del proceso de normalización en esta Reunión. No obstante, al mismo tiempo estima conveniente dar una señal de moderación, teniendo en cuenta los riesgos del escenario externo y la evolución reciente del tipo de cambio. Cree que ello se logra bien si el incremento es de solo 25 puntos base.

Para finalizar, hace presente que el mercado está bastante dividido en sus expectativas o recomendaciones para esta Reunión, pero que, en todo caso, la mayoría de los analistas u operadores se inclina por un incremento de 25 puntos base, lo que refuerza dicha opción. Estima que los próximos pasos tendrán que evaluarse, teniendo en cuenta la evolución de las condiciones internas y externas, como se ha señalado. Sin embargo, considera que ha aumentado la probabilidad de una trayectoria para la TPM más plana que la visualizada con anterioridad.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Enrique Marshall expresa que su voto es por subir la TPM en 25 puntos base, para dejarla en 2,75%.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff* y señala que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior, contenidos en el punto 2 de la Minuta de Opciones, a lo que añade un dato adicional y algunos comentarios sobre lo mismo.

El señor Vicepresidente indica que el *spread on shore* de 360 días continúa aumentando, elevándose 60 puntos base desde la RPM anterior, esto es, desde 190 a 250. Expresa que, a su juicio, este es un componente que mide de mejor manera lo que está ocurriendo con los diferenciales de tasas.

Menciona que, tal como lo señala la Minuta antedicha, los antecedentes recientes de demanda y, por lo tanto, las perspectivas de la actividad, muestran un dinamismo menos exagerado en el corto plazo, confirmando hasta ahora el escenario base del IPoM para estas variables. Indica, asimismo, que, como también lo menciona la Minuta, con la inflación de septiembre, el registro anual del tercer trimestre resultó menor que la proyección del IPoM. Comenta que con ello, la proyección de corto plazo, que suponía una tasa anual en torno al techo del rango meta hacia fines de este año, no tendrá lugar, al menos en la magnitud supuesta en el escenario base. Agrega que, aunque la lógica de las decisiones del Consejo es converger al centro del rango meta en un horizonte de dos años, la trayectoria de corto plazo — de un cuatrimestre, por ejemplo — de la inflación, sí influye en el perfil de la normalización de la política monetaria. Al respecto, sostiene que no es lo mismo la política monetaria con una inflación cercana al 4% hacia fines de año para converger al mismo nivel de inflación al cabo de dos años. De lo anterior, concluye, entonces, que la fase de normalización más acelerada de la TPM estaría llegando a su fin.



A juicio del Vicepresidente señor Manuel Marfán, el cierre de brechas es una medida de equilibrio interno. Sin embargo, como lo ha expresado en Reuniones anteriores, reitera que la eventual postergación del cierre de brechas en el mundo desarrollado, especialmente en los Estados Unidos, y las perspectivas de baja inflación en el mediano plazo en esas economías, continúan afectando las tasas de interés y las perspectivas de la política monetaria en esas economías. Enfatiza que la trayectoria de nuestra propia política monetaria no debe ser inmune a lo que acontece en el resto del mundo, ya que, de otra manera, el tipo de cambio y la cuenta corriente a precios de tendencia de nuestra economía, podrían alejarse de lo que sería una trayectoria hacia un equilibrio sostenible en el largo plazo.

Por todo lo anterior, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que su voto es por elevar la TPM en 25 puntos base en esta oportunidad. A su juicio, el peso relativo de por qué descartar tanto un aumento de 50 puntos base y como de mantener la TPM está balanceado y, para finalizar, plantea que el Comunicado debe reflejar que se ha transitado hacia una fase menos acelerada de normalización de la política monetaria.

El Presidente señor José De Gregorio inicia su intervención, destacando que la economía nacional sigue en una vigorosa senda de recuperación, lo que se reafirma con las recientes cifras de actividad y empleo; que en el margen también se observa una moderación del crecimiento de la demanda agregada; y, que todo ello es coherente con el escenario base del último IPoM.

No obstante, advierte que, en el ambiente internacional, a pesar que los precios de los *commodities* han seguido aumentando y las tasas de interés se han reducido, existen riesgos importantes, y todo ello, en un panorama en el que la recuperación de las economías avanzadas continúa lento y con niveles de desempleo muy elevados. En su opinión, eso sugiere, tal como ya ha sido anunciado por la Reserva Federal, que habrá nuevos relajamientos monetarios sobre la base de relajaciones cuantitativas.

El Presidente señor José De Gregorio subraya que la principal fuente de riesgos proviene del importante desacoplamiento del crecimiento de las economías emergentes con el desempeño de las economías avanzadas. A su juicio, si en estas últimas persiste la debilidad por un tiempo prolongado, es difícil pensar que el desacoplamiento persistirá, tanto por sus implicancias para la demanda global como por las tensiones financieras y cambiarias que esto podría seguir causando. De hecho, indica que si bien el dólar se ha depreciado, el ajuste de monedas en los países actualmente en una posición cíclica fuerte ha sido incompleto, lo que ha puesto gran presión sobre las monedas de los países que flotan. Añade que esta heterogeneidad del ajuste podría tener efectos negativos sobre la actividad y la estabilidad financiera en las economías emergentes, y que si bien la economía global está creciendo, fundamentalmente por la fuerza de las economías en desarrollo, y se espera que continúe el próximo año, la dirección de los ajustes en la economía global, así como sus implicancias sobre nuestra economía, son altamente inciertos.

En el ámbito inflacionario, menciona que las noticias recientes muestran que la inflación ha tenido un comportamiento más contenido que el esperado, que el mercado así ha tomado las cifras más recientes y que las expectativas se han ajustado a la baja. Más aún, el señor Presidente destaca que, incluso, el vigor del empleo no se ha visto reflejado en aumentos de las presiones salariales.

El Presidente señor José De Gregorio hace presente que la apreciación del peso ha sido significativa e inesperada y que si bien la evolución del peso no es muy distinta a las de las otras monedas de las economías emergentes, el ajuste es importante, lo cual tiene consecuencias sobre la inflación. Más allá de las últimas cifras, en las que la apreciación del peso tiene un impacto limitado, plantea que es esperable que en el horizonte de políticas, el actual nivel del peso, incluso revirtiendo parte de su fortaleza, reduzca las presiones inflacionarias. Agrega que, dada la trayectoria de política monetaria que hace algunos meses fuera, a juicio del Consejo, la más adecuada para cumplir con la meta de inflación, las noticias



recientes sugieren moderar el retiro del estímulo monetario. De hecho, señala que, en su caso, de no haber ocurrido la apreciación del peso y los menores registros de inflación, cree que la opción más adecuada hubiera sido subir la tasa en 50 puntos base. Hoy día, en su opinión, la mejor opción es por un alza menor.

Con todo, expresa que el proceso de retiro del estímulo monetario debe continuar, pero que la magnitud y oportunidad habrá que calibrarlos, según las nuevas condiciones que se vayan configurando.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio manifiesta que su voto es por subir la TPM en 25 puntos base hasta 2,75%.

En todo caso, el señor Presidente hace presente la necesidad de enfatizar que esta decisión de política monetaria es enteramente consistente con asegurar que la inflación se ubique en 3% en el plazo de dos años.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio señala que el Consejo acuerda, por unanimidad, subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

En virtud de lo anterior, el Consejo adoptó el siguiente Acuerdo:

161-01-101014 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 2,75% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 2,75% anual.

En el ámbito externo, se ha afianzado un panorama de moderación del crecimiento en las economías desarrolladas, que contrasta con el dinamismo de las economías emergentes. En este contexto, las tasas de interés de largo plazo muestran una reducción generalizada en las economías principales, el dólar se ha depreciado en los mercados internacionales y los precios de los productos básicos han experimentado un repunte adicional en las últimas semanas. Una recuperación más lenta que lo esperado en los países desarrollados es un importante factor de riesgo para las economías emergentes.

En el plano interno, las cifras de actividad muestran un crecimiento robusto de la economía, en línea con el escenario previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre. La inflación ha evolucionado algo por debajo de lo esperado. Las expectativas inflacionarias privadas muestran una leve reducción en el horizonte de corto y mediano plazo, desde la mitad superior del rango de tolerancia hacia valores centrados en torno a 3% anual. El peso ha continuado apreciándose respecto del dólar.

El Consejo continuará reduciendo el estímulo monetario prevaleciente a un ritmo que dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas. Con ello, reitera que seguirá usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 161

14.10.2010

27.-

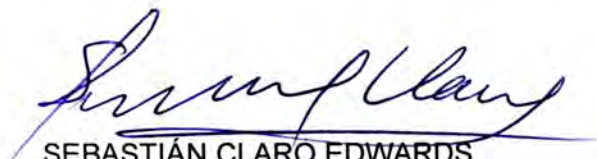
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:45 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



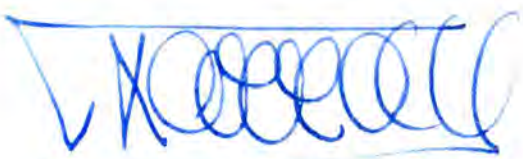
JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

