



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 162 celebrada el 16 de noviembre de 2010

En Santiago de Chile, a 16 de noviembre 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, 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.

Asisten los señores:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Luis Óscar Herrera Barrera;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera Subrogante,
don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica,
don Luis Felipe Céspedes;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria Subrogante,
doña Tatiana Vargas Manzo;
Asesor del Ministerio 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, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 162, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de mayo de 2011, para el día 12 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informa que el Ministro de Hacienda no asistirá a la presente Reunión, por encontrarse en Valparaíso, discutiendo la aprobación del proyecto de Ley de Presupuestos 2011 ante el Senado y, a continuación, da paso a la presentación del escenario externo, a cargo del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann comienza su presentación, mencionando los principales desarrollos del último mes. En primer término, destaca que, de acuerdo con lo esperado, la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) adoptó el *Quantitative Easing 2 (QE2)*, con el propósito de reestimar el crecimiento y reducir los riesgos deflacionarios. Al respecto, indica que los mercados habían anticipado gran parte del efecto asociado a esta medida.

En segundo lugar, señala que los indicadores de actividad en Estados Unidos resultaron algo mejores que lo previsto, en tanto que los de las economías emergentes dieron cuenta de una moderación en la dinámica de crecimiento.

Luego, hace presente que las tensiones cambiarias han continuado, llevando a algunas economías a aplicar controles de capital durante este último mes, particularmente en algunas economías de Asia, y a intervenir en los mercados de monedas.

Menciona, asimismo, que la semana anterior se llevó a cabo la reunión del G-20, que concluyó con una tibia declaración con respecto a los desbalances globales y a la guerra de paridades.

Agrega que los precios de materias primas continúan elevados, en línea con el QE2, la estrechez de mercados físicos y la demanda dinámica en economías emergentes.

Comenta que, en este contexto, en algunos países, especialmente asiáticos, la inflación ha aumentado por sobre lo esperado, llevando a restringir su política monetaria. De hecho, precisa que horas antes, se tuvo alguna novedad al respecto por parte de Corea, no esperada por el mercado.

Finalmente, como último desarrollo a destacar, se refiere a la incertidumbre respecto de las economías periféricas de Europa, que se ha intensificado en alguna medida, fundamentalmente por las dudas que han surgido sobre la capacidad para resolver y ajustar sus cuentas fiscales, además de algunas propuestas respecto de cuál podría ser el efecto sobre los tenedores de bonos de estas economías.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, señalando que la producción industrial muestra una desaceleración en casi todas las regiones. Sobre el particular, exhibe un gráfico que muestra a las regiones agrupadas según una ponderación de PIB a PPP, que da cuenta de una suerte de moderación en el crecimiento, salvo en China; alguna caída o estancamiento en el margen, particularmente en Asia; y un aumento marginal en América Latina.

Respecto del PMI manufacturero, agrupado bajo el mismo criterio antedicho, indica que tanto las economías emergentes como las avanzadas están situadas sobre su pivote de expansión 50.

En cuanto al PMI global, publicado por *JP Morgan*, que incluye a todas las economías que reportan este tipo de indicadores, destaca que arroja en el margen una señal de algo mayor expansión. En términos de empleo, señala que también está algo por sobre el pivote 50 y marginalmente positivo, mientras que en términos de inventarios está alineado en 50.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Sergio Lehmann se refiere, asimismo, al ISM, que es equivalente al PMI manufacturero y componentes para Estados Unidos, con el objeto de tener una visión algo más detallada en materia de nuevas órdenes, inventarios, producción y empleo. Al respecto, precisa que las nuevas órdenes y los inventarios superan el pivote 50, que la producción se acerca a 60, mientras que el empleo aparece algo menos dinámico.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta acerca del fundamento detrás del mensaje de producción industrial, que es más bien negativo, ya que los antecedentes de producción expuestos no dan clara cuenta de ello. Sobre el particular, el señor Sergio Lehmann responde que se observa, en el margen, que los PMI son algo más positivos en Estados Unidos, mientras que los indicadores de producción industrial no están exhibiendo un dinamismo similar. De hecho, comenta que al inicio de la jornada se conoció el dato de producción industrial de esa economía, que resultó ser algo más débil que lo anticipado.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera agrega que los PMI debieran anticipar los registros de producción industrial de los meses venideros. Hace presente que así como los registros de PMI fueron débiles en los meses previos, lo que se ratificó posteriormente con una producción industrial más moderada, ahora están mostrando mejores expectativas en el margen, de tal forma que se debiera observar un mayor ritmo de producción en los próximos meses.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta por los niveles que exhiben los componentes del ISM manufacturero desde una perspectiva histórica. El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera especifica que en el caso de economías desarrolladas, especialmente en Estados Unidos, está por debajo de los promedios históricos y en la zona pesimista; en Europa, en un nivel algo menos pesimista, mientras que en las economías emergentes se ubican cerca de su promedio.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que para una mejor comprensión del gráfico sobre ISM manufacturero, debiera reemplazarse la indización enero igual 100 por el índice promedio de los últimos 15 años igual 100.

El Gerente de Análisis Internacional continúa, mencionando que la dinámica de crecimiento durante los últimos trimestres ha sido mayor en las economías emergentes que en las avanzadas, y que ha estado liderada por Asia emergente y, más atrás, por América Latina y Europa emergente.

En cuanto a la creación de empleo, señala que se mantiene moderada y, en el margen, con un signo algo más positivo.

En materia de confianza de consumidores, hace notar que en las economías emergentes esta se ubica en un nivel muy similar al observado a inicios del año 2007, mientras que en las economías avanzadas, este elemento importante para explicar la evolución de consumo se mantiene algo deprimido.

El señor Sergio Lehmann manifiesta que en el caso particular de Estados Unidos, esas cifras se explican por un mercado laboral que está mostrando signos evidentes de fragilidad, ya que no solo la creación de empleo está por debajo de lo que genera la economía en períodos de expansión, sino que los desempleados de largo plazo, es decir, quienes lo han estado por un período superior a 27 semanas y que, por lo tanto, dejan de acceder al subsidio de desempleo y generan mayores impactos sobre el consumo, están claramente por sobre las cifras observadas a partir del año 1950.

También vinculado a Estados Unidos, indica que se mantiene un marcado desapalancamiento en los hogares. Sobre el particular, hace referencia a la riqueza neta de los hogares, medida a través de los activos y pasivos, señalando que los primeros muestran una caída importante, producto de la crisis, como también los pasivos corregidos o



BANCO CENTRAL DE CHILE

estandarizados por ingreso disponible. En consecuencia, manifiesta que en términos de nivel absoluto, se vería un crecimiento importante, seguido por una caída muy significativa hacia el final. Añade que los últimos datos de ahorro dan cuenta de un aumento importante, producto de la crisis y como resultado de la necesidad de desapalancamiento de parte de las familias, en tanto que el consumo, medido como porcentaje del PIB, muestra una situación claramente más moderada respecto de lo observado antes de la crisis o durante la mitad de los años 2000.

Respecto del desempleo, el señor Sergio Lehmann informa que se ha mantenido bastante plano en las economías avanzadas y en niveles relativamente altos en relación con sus promedios históricos. En las economías emergentes, en tanto, señala que exhiben una gradual reversión o caída, todavía algo por debajo de lo observado a inicios del año 2008, dando también clara muestra de una divergencia en lo que respecta a las economías desarrolladas *versus* las emergentes.

En materia de brecha producto, hace el alcance que las cifras expuestas han sido calculadas usando un filtro HP y considerando el período anterior al inicio de la crisis, para dar cuenta, de alguna manera, lo que está aconteciendo en términos de holguras. Indica que en las economías avanzadas se observan fuertes holguras, que si bien tienden a cerrarse parcialmente durante este año, tienen todavía mucho espacio en ese sentido. Añade que en las economías emergentes, el espacio se va reduciendo bastante rápido, particularmente en el caso de América Latina, y que en Asia emergente están algo cercanos a un cierre de brechas, con una ligera reversión en el margen.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán repara en que un filtro HP es poco confiable en las puntas. Luego, plantea que si algunas economías están creciendo de manera significativa, lo que va a aparecer es que la tendencia en la punta también estaría creciendo fuerte, en circunstancias que la brecha ya podría estar cerrada en alguna de ellas, lo que no se está reflejando en el gráfico expuesto. De hecho, ejemplifica con el caso de Brasil, cuyo peso es lo suficientemente grande como para poder afectar ese índice, y que, según la discusión interna, ya está con síntomas de sobrecalentamiento.

El Gerente de Análisis Internacional manifiesta que el objetivo ha sido el mostrar, precisamente, que hay diferencias de holguras bastante importantes entre las economías desarrolladas y emergentes, lo que explica la evolución en materia de precios que, probablemente, presenta también cierta dicotomía entre tales economías. Adelanta que la historia es algo distinta en ese aspecto, por lo que lo realizado en materia de brechas ha sido para apoyar el punto que abordará a continuación.

Hace notar, precisamente, que en las economías desarrolladas se observa un descenso de la inflación, en particular en el caso de los registros *core*, dando cuenta que estas holguras son especialmente amplias en dichas economías. Agrega que en las economías emergentes, en tanto, los niveles de inflación tienden a aumentar y se acercan a los niveles promedio históricos. Al respecto, si bien hace el alcance que en estos cálculos no se han considerado algunas economías de Asia, que probablemente son importantes en términos históricos o de los registros del último mes, como es el caso de China, destaca que se advierten niveles de inflación algo más altos que los esperados. En cuanto a la inflación subyacente, indica que también registra algunos aumentos en la punta, producto de holguras algo más estrechas.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta si ello se debe a los precios de alimentos más que al de los combustibles, por cuanto se observa que el IPC sube en alguna medida, mientras que los subyacentes lo hacen en un grado menor.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera indica que los antecedentes expuestos no incluyen a China ni a India, que son los casos más emblemáticos en materia de alimentos.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann prosigue, comentando que las expectativas de inflación para los años 2010 y 2011, recogidas por *Consensus Forecasts*, continúan acotadas y con cierta heterogeneidad en los movimientos en el margen. De hecho, hace notar que en América Latina se observa una ligera caída para el presente año, mientras que en Europa del Este, un cierto incremento. Agrega que para el próximo año, en cambio, las expectativas en América Latina son algo al alza en el margen, algo planas en el caso de Asia y con un cierto incremento en las economías desarrolladas.

Frente a esto, destaca que las variaciones de la tasa de política monetaria (TPM) respecto de la Reunión de Política Monetaria (RPM) de octubre han sido nulas en la mayoría de las economías, y que si se han registrado aumentos, particularmente en aquellas con mayores riesgos inflacionarios, como es el caso de Suecia, Chile, Australia, China, India y, hoy, Corea, no esperado por el mercado.

El Consejero señor Sebastián Claro solicita al señor Sergio Lehmann que precise la forma como define a las economías con mayor riesgo inflacionario. El señor Lehmann responde que se han recogido las razones esgrimidas en sus comunicados para justificar sus movimientos de tasas.

El señor Sergio Lehmann continúa, mencionando que la encuesta de analistas arrojó una reducción del ritmo de normalización de las TPM. Indica que ello se ve con claridad en el caso de América Latina hacia el año 2011, mientras que en Europa emergente se observa una cierta desaceleración en el mediano plazo, que se revierte hacia la misma trayectoria que presentaba hace un mes. Añade que no hay cambios apreciables en Asia y Oceanía, en tanto que en las economías desarrolladas no se observan variaciones. No obstante, hace notar que los futuros de TPM se desplazan ligeramente al alza, si bien con cierta heterogeneidad.

En materia de premios por liquidez, indica que se mantienen en Estados Unidos respecto de la última RPM y que han aumentado en la Zona Euro. En el primer caso, y en relación con sus promedios históricos hasta antes de la crisis, señala que solo se observan alineados los *spreads* a tres meses, mientras que los *spreads* a seis meses han tendido a estabilizarse por sobre el promedio histórico, lo mismo que aquellos a doce meses. Hace el alcance que si se incorporara el promedio de los últimos dos años, se advertiría que, en general, los *spreads* a seis y doce meses también estarían relativamente alineados. Agrega que para el caso de Europa, la misma nomenclatura da cuenta que las tres medidas están por sobre los promedios históricos y que en el margen se están observando algunos aumentos, producto de una situación algo más incierta en el caso de las economías periféricas.

En relación con las tasas de interés, el señor Sergio Lehmann hace presente que las de largo plazo se han incrementado como consecuencia de la mejora en los datos de actividad de Estados Unidos y del alza en las primas de inflación. Manifiesta que si bien ese componente, al menos medido por compensación inflacionaria, es menos relevante, sí contribuye a explicar esta alza, particularmente en Estados Unidos. Al respecto, informa que la tasa de apertura de la presente jornada fue cercana a 2,90%, muy por sobre las cifras en torno a 2,50% que se observaban un mes atrás.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, en su opinión, este fenómeno de alzas de tasas es bastante curioso y que resulta difícil de entender justo después de lo que fue el QE2, en especial si su objetivo era generar una expansión monetaria importante para reducir las tasas de interés, por lo menos en un plazo acotado, y en una magnitud equivalente a 50 o 100 puntos base. Considera que la explicación posible sería que el efecto



BANCO CENTRAL DE CHILE

inflacionario y en actividad va a ser muy rápido, lo que es bastante discutible, o que los últimos datos en el margen son capaces de aumentar las tasas en esa magnitud. Enfatiza que, a su juicio, es bastante confusa la interpretación respecto de qué es lo que puede haber generado un alza en las tasas a 2 y 10 años en un período tan corto de tiempo, justo después de este anuncio.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera manifiesta que el mensaje de la FED ha sido confuso. Al respecto, expresa que Kevin Warsh, Gobernador de la FED que siempre ha secundado a Ben Bernanke y uno de los principales patrocinadores de esta medida, se ha referido a ella no en términos de que se comprarán 600 billones de dólares, sino que se van a comprar 75 billones de dólares mensualmente y se irá evaluando esto mes a mes, lo que se lee de una forma algo más tibia y con bastante más énfasis en los riesgos. En su opinión, si una de las personas que ha estado apoyando esta medida más decididamente manifiesta estas dudas, el mensaje de la FED resulta algo confuso y ello se ha permeado en los mercados.

El Presidente señor José de Gregorio plantea que hay que considerar lo ocurrido a partir de *Jackson Hole* y no desde el anuncio del QE2.

El señor Sergio Lehmann informa que, desde *Jackson Hole*, la tasa a 10 años nominal ha aumentado 17 puntos base, la tasa real a 10 años ha disminuido 33 puntos base, y que el *breakeven*, o compensación inflacionaria, ha aumentado 50 puntos base, aproximadamente.

El Presidente señor José De Gregorio señala que de ello se podría concluir que se incrementó la perspectiva de inflación. El señor Luis Óscar Herrera expresa que ello es exactamente así, destacando que si el objetivo de QE2 era efectivamente reducir los riesgos de inflación, se puede afirmar que ha sido exitoso en ese sentido, porque la compensación inflacionaria tiende a aumentar.

El Gerente de Análisis Internacional continúa, mencionando que el dólar se ha depreciado 4% desde *Jackson Hole*. Recalca que en el evento que otro objetivo perseguido hubiese sido el de aumentar la riqueza, este se ha logrado, porque el índice S&P ha aumentado alrededor de 13% desde entonces. Destaca, asimismo, que los precios de los *commodities* también han tendido a incrementarse, lo que también tiene un efecto positivo sobre las economías emergentes.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que es importante aclarar que una parte importante del incremento de tasas se explica por el aumento de la inflación esperada.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que si ello es efectivo, no se explica el aumento de tasas tan brusco en las últimas dos semanas. Comenta que, después de todo, es cierto que parte del QE2 está incorporado y que la FED había hecho esfuerzos por ir anticipando, de alguna manera, la medida que adoptaría. En su opinión, el comunicado de la FED es bastante explícito, y la reacción inicial después del anuncio no fue un aumento de tasas, sino que una reducción, luego de lo cual experimentó un movimiento bastante brusco en la dirección opuesta. Sostiene que le cuesta pensar que ello se deba a que el dato marginal de ventas minoristas, u otro, haya resultado mejor que lo esperado.

El señor Sergio Lehmann señala que, en su opinión, la volatilidad de las tasas y de las monedas, en general, ha sido bastante alta y mucho mayor que el promedio, por lo que es probable que tenga asociada un cierto grado de incertidumbre sobre cuán extenso pueda ser este programa. Hace presente que la percepción de la Mesa Internacional, en particular, o de la División de Política Financiera, era que las tasas largas estaban excesivamente bajas, que consiguientemente todos los riesgos iban en una sola dirección y,



BANCO CENTRAL DE CHILE

por lo tanto, y en la medida que aparecía este tipo de discusiones en los análisis, que el único movimiento probable en ese contexto era más bien hacia un alza.

En materia de monedas, el señor Sergio Lehmann hace presente que si bien las de las economías desarrolladas han tendido a apreciarse en relación con el dólar, han caído en el margen y que, en términos reales, muestran una relativa estabilidad hacia los últimos registros. Agrega que las monedas de las economías emergentes registran un comportamiento similar, pero una depreciación algo menor en el caso de Asia emergente, que ha sido más activa en lo que se refiere a intervenciones cambiarias.

El señor Sergio Lehmann menciona, a continuación, que respecto de la última RPM predominan los movimientos positivos de las monedas, es decir, las depreciaciones. Destalla que las excepciones están dadas por el dólar de Nueva Zelanda, el peso mexicano y el multilateral de Estados Unidos. Añade que la apreciación fue algo más marcada hasta la reunión del G-20, luego de la cual se registró una suerte de reversión.

En relación con China, el señor Lehmann presenta las paridades del yuan respecto de distintas monedas, destacando que se aprecia frente al yen, el euro y también frente al won coreano, mientras que el movimiento yuan/dólar fue plano, con alguna apreciación en el margen. Agrega que si se observan los futuros respecto a la RPM de octubre, la trayectoria entonces era algo más marcada que la que se observa hoy.

En cuanto a la volatilidad de las monedas, hace presente que si bien aumenta o se mantiene estable en el margen, en términos del promedio histórico está claramente por sobre lo que se ha advertido en términos históricos, esto es, alrededor de 8%, lo que da cuenta de un escenario que muestra mayor incertidumbre en materia de monedas.

Sobre la reunión del G-20, reitera que no se alcanzó el consenso respecto de la declaración final sobre las cuentas corrientes, los desbalances y las paridades. Sobre el particular, manifiesta que los saldos deficitarios de cuenta corriente de Estados Unidos estarían detrás de las preocupaciones que generan los desbalances. Por el contrario, indica que Alemania exhibe un superávit de cuenta corriente de 6% del PIB, aproximadamente, seguido por China y Japón.

Al respecto, menciona que, tal como lo ha planteado el Vicepresidente señor Manuel Marfán en otras oportunidades, China no es el único problema, ya que Alemania también está registrando saldos de cuenta corriente bastante significativos y mayores que China con relación al tamaño del PIB, mientras que en términos de billones de dólares son bastante parecidos.

El señor Sergio Lehmann presenta también las proyecciones del WEO que, como supuesto básico, considera que las paridades se mantienen en un nivel constante de acuerdo con el último registro. Hace presente, por lo tanto, que si las paridades se mantuvieran en el mismo nivel, se vería que los desbalances podrían ampliarse, particularmente el superávit de cuenta corriente de China.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán enfatiza que esos tres países, esto es, Alemania, China y Japón, son las principales contrapartes de los desbalances globales.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que, siendo así, significará que en el año 2015, el resto del mundo tendrá que tener déficit para absorber el superávit chino.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agrega que siempre se habla de cuatro economías, ya que a las tres mencionadas hay que sumar Arabia Saudita, que constituyen los grandes generadores de superávit de cuenta corriente de manera estructural.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sostiene, asimismo, que no es extraño que Alemania proteste por el QE2, porque las exportaciones netas alemanas son un elemento relevante.

El Presidente señor José De Gregorio destaca que si Alemania no formara parte de la Zona Euro y las monedas flotaran, estaría mucho más apreciada, ya que es la gran beneficiada del euro.

En opinión del Vicepresidente señor Manuel Marfán, dado que hay una especie de patrón oro entre los países miembros de la Zona Euro, Alemania debiera tener más inflación que el resto, pero no esa así, apreciándose cada vez más en términos reales respecto de sus principales socios.

El Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes hace presente que Alemania fue el único país de la Zona Euro donde los salarios reales cayeron durante la crisis, y que es su política de salarios la que le permite ganar en competitividad.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que si bien las proyecciones del WEO consideran proyecciones de crecimiento bastante razonables, no le queda claro del argumento central de dicho informe, si las tasas de crecimiento en el mundo serían mayores en el evento que se corrigieran estos desbalances globales por paridades.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que el punto estaría más asociado a las paridades y que para corregirlo, se podrían tener algunos efectos sobre el crecimiento que, de hecho, se han calculado para los IPoM, tomando distintos escenarios, como una apreciación del yuan. A su juicio, el foco central es que el yuan tendría que mostrar, necesariamente, una apreciación significativa, de manera de corregir este desbalance.

El Consejero señor Sebastián Claro sostiene que corregir el desbalance no es condición para tener un dinamismo mundial, por cuanto dicho dinamismo ya está en el escenario base.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera agrega que, quizás, la apreciación del yuan lleva también una política expansiva o una política que permita soportar el crecimiento de la demanda y de China. Señala que eso, al final, dispersa más los gastos hacia el resto del mundo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán enfatiza que hay un problema grave de composición, por cuanto la suma de los superávits de los tres países —Alemania, Japón y China— es similar al déficit de Estados Unidos, pero no así en el año 2015, razón por la cual el resto del mundo tendrá que comenzar a acomodar ese superávit, lo que no se logra fácilmente en un modelo de equilibrios generales. En su opinión, para que China pueda seguir vendiendo a ese ritmo, requiere que los demás países le puedan seguir comprando a ese mismo ritmo, lo cual solo será posible en la medida que estos últimos superen sus problemas de precios relativos.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación, señalando que las bolsas, luego de mostrar aumentos importantes, retrocedieron en el margen, particularmente las de América Latina. Agrega que la incertidumbre en los mercados europeos aumentó durante la última semana y que, sin embargo, las primas por riesgo corporativo continuaron cayendo. De hecho, indica que los *High Yields* y los premios corporativos de empresas A en Estados Unidos han disminuido, lo que es coherente también con el QE2 y, por lo tanto, con la mayor liquidez en los mercados y con algunos indicadores positivos de actividad.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En las economías periféricas, destaca que hay mayores riesgos, lo que se percibe en los incrementos importantes de los CDS. Subraya el caso particular de Irlanda, que alcanza niveles históricos, y respecto del cual se discute en estos días si va a aceptar alguna ayuda para mejorar su situación fiscal.

En cuanto a los *spreads* sobre bonos alemanes, el señor Sergio Lehmann indica que los movimientos son bastante acotados y se mantienen bajos en las economías emergentes, tanto en algunas economías de América Latina como otras de Asia y Europa.

Respecto de los *commodities*, hace presente que han tendido a aumentar durante el último mes, como resultado del QE2 y la consecuente mayor liquidez, así como también por algunos factores de oferta asociados a algunos alimentos y al dinamismo de la demanda.

El Presidente señor José De Gregorio señala que en el IPoM se tiene un escenario en que sube el precio de los granos y luego se estabiliza. No obstante, repara en que las últimas cifras dan cuenta de nuevas alzas.

El señor Sergio Lehmann responde que en el IPoM de septiembre se observaba bastante estabilidad. Indica que en octubre y noviembre, el cambio es bastante marginal, pero que desde el punto de vista de los futuros, estos se estabilizan en niveles más altos que los considerados en ese entonces y quizás de manera algo más marcada en el caso del maíz que en el del trigo. En cuanto a las razones de ello, menciona que en el caso particular del maíz, se observan niveles de inventarios sobre consumo más bajos que el promedio histórico, mientras que en el caso del trigo si bien dicho ratio está ligeramente por debajo del promedio histórico y con alguna tendencia hacia la baja, presenta una situación tal vez algo menos apretada y muy similar a la observada hace un mes.

El Consejero señor Rodrigo Vergara señala que se esperan alzas en el precio del trigo y que los del maíz se estabilicen.

El Consejero señor Sebastián Claro, en tanto, manifiesta que, para estos efectos es mejor tener como referencia el IPoM y los precios ahora algo más altos, ya que los futuros tienen ciertas distorsiones derivadas de los períodos de cosecha y almacenamiento, entre otros.

El señor Sergio Lehmann indica que los futuros contribuyen a mirar la trayectoria observada hace un mes *versus* la actual, dando cuenta quizás qué tan estrechos pueden estar hoy los mercados en términos de inventarios. Asimismo, señala compartir la opinión del Consejero señor Sebastián Claro en cuanto a que ellos, en general, no permiten efectuar buenas proyecciones. De hecho, hace presente que para efectuar proyecciones en el caso del trigo y del maíz, más que futuros, se considera la información del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos y una publicación de la FAO.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta al señor Sergio Lehmann si detrás del alza de precios de los *commodities* mencionado estaría el QE2, porque si se miden en otras monedas distintas de dólar, los aumentos son bastante menos claros, o si acaso ello se debe a que QE2 efectivamente constituye un impulso a la demanda mundial, que se traduce en un alza de precios. Agrega que más allá del movimiento en el corto plazo, tiende a pensar que esto es menos que una cuestión inflacionaria siendo el reflejo de un cambio en el peso relativo más bien estructural, que tiene muchos movimientos en el ciclo, en el día. No obstante, señala que el señor Sergio Lehmann le estaría dando una implicancia inflacionaria.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann responde que, en su opinión, lo planteado obedece a ambos factores. Por un lado, manifiesta creer que el QE2, en algún grado de coherencia también con un aumento de la compensación



BANCO CENTRAL DE CHILE

inflacionaria, ha llevado a algunos fondos de inversión a tomar posiciones en *commodities*. Al respecto, comenta que si bien las posiciones no comerciales no se han seguido en detalle desde hace mucho tiempo, porque muchas veces no son muy decidoras, se observa que las posiciones en todos los *commodities* han tendido a aumentar de manera importante, lo cual lleva a suponer que hay ciertos fondos de inversiones que, efectivamente, estarían tomando posiciones, producto de las expectativas inflacionarias. Indica que hay un componente asociado a la apreciación del dólar que también, en algún grado, es una consecuencia de QE2.

Por otra parte, manifiesta que si bien esos dos componentes efectivamente han contribuido al aumento de precio de los *commodities*, estima que también hay elementos de demanda que inciden en ello. Sobre el particular, destaca que la demanda de China se mantiene firme, los registros de importaciones de cobre en China superan lo previsto, y que también hay algunos factores de oferta. Menciona que en el caso particular del cobre, las proyecciones de oferta para el 2011 y los años siguientes se están corrigiendo a la baja de manera importante, como consecuencia de proyectos de inversión que no maduraron con la rapidez prevista, por citar un ejemplo.

En resumen, expresa que hay distintos componentes que explican esta alza de precios de los *commodities*, pero, en su opinión, el QE2 tiene indudablemente alguna responsabilidad en ese movimiento.

El señor Presidente agradece la exposición del señor Sergio Lehmann y no habiendo más comentarios, da paso 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 presentación, destacando que la actividad real continúa vigorosa y que, en septiembre, creció 6,5% en doce meses, bastante en línea con lo que el Banco había anticipado. En términos sectoriales, indica que la industria ha tendido a estancarse en los últimos meses y que, de hecho, ha estado algo por debajo de lo anticipado, lo cual resulta contradictorio con el dinamismo también bastante elevado que exhiben las exportaciones industriales. Agrega que el sector comercio también ha estado empujando la actividad de manera significativa y que después del fenómeno de abultamiento, esto es, de un rápido incremento de las ventas con posterioridad al terremoto, que coincidió con el Mundial de Fútbol, que fue seguido de una cierta caída, se observa un nuevo impulso generalizado al alza, liderado principalmente por los bienes durables.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta por las razones del estancamiento del sector industria y si acaso hay un subsector en particular que lo explica.

El señor Claudio Soto responde que, de acuerdo con los niveles desestacionalizados, prácticamente todos los subsectores no registran variaciones. Destaca que sí llama la atención la celulosa, que se estancó en un nivel inferior al observado antes del terremoto, estimándose que hay cierta capacidad que se puede ganar o que, al menos, se pueden volver a producir los volúmenes alcanzados justo antes de esa catástrofe. No obstante, menciona que, en general, se percibe que los inventarios de industria están en niveles adecuados, por lo que no se advierte un espacio relevante para crecer por ese lado.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera manifiesta que para entender el último dato de septiembre, es importante considerar que estuvo contaminado por factores estacionales difíciles de filtrar. Al respecto, hace presente que septiembre es el mes de mayor volatilidad por los elementos estacionales y que septiembre último, en particular, fue distinto de los anteriores, por lo que no se quiere hacer una sobrelectura de datos.

El señor Claudio Soto prosigue, indicando que en el sector construcción destaca la dinámica de las ventas de viviendas, que presenta un repunte importante por



BANCO CENTRAL DE CHILE

varios meses consecutivos. Plantea que, más allá del posible efecto tributario en el caso de las viviendas DFL2, considerado de una importancia menor, el incremento en las ventas de viviendas ha sido más bien generalizado y se trataría de una dinámica favorable que precede a un posible aumento en el sector construcción. De todas maneras, menciona que los indicadores del sector de edificación aún no muestran en el margen un dinamismo muy relevante.

En materia de importaciones, señala que si bien experimentaron una cierta desaceleración algunos meses después del abultamiento post terremoto, las cifras más recientes, de septiembre y octubre, dan cuenta que tanto las importaciones de bienes de consumo como las de capital han retomado un dinamismo nuevamente.

En cuanto a la percepción de los consumidores, enfatiza que siguen optimistas, en especial con relación a las compras de artículos del hogar, que no solo volvieron a aumentar en lo más reciente, sino que están en niveles históricos, en coherencia con lo que se observa en materia de ventas de bienes durables y de automóviles.

El Gerente de Análisis Macroeconómico continúa, refiriéndose al escenario fiscal y a la publicación del Informe de las Finanzas Públicas. Hace presente que se proyecta un crecimiento del gasto de 7,8% para este año, pero que lo cierto es que la ejecución fiscal ha sido más lenta que lo requerido para alcanzar ese incremento, requiriéndose para ello un aumento importante en el gasto público durante el cuarto trimestre.

Al respecto, comenta que se realizó el ejercicio de comparar el gasto público con la velocidad que este registró durante el primer trimestre de 2009, cuando se implementó el paquete fiscal para paliar la crisis, observándose que podría llevarse a cabo la ejecución planificada para este año en la medida que se implemente una expansión con una velocidad similar, algo mayor que 15% y considerada bastante elevada.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta por la velocidad anualizada, respondiendo el señor Claudio Soto que es cercana a 80%.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que el Informe de Finanzas Públicas es una declaración de intenciones y que lo importante es el ritmo al que se va gastando.

Sobre el particular, el señor Claudio Soto informa que se han sostenido conversaciones con personeros del Ministerio de Obras Públicas (MOP) para recabar antecedentes sobre el avance de la ejecución presupuestaria y la probabilidad de completarla de aquí a fin de año, expresando ellos que se va a gastar lo presupuestado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que ante una subejecución del presupuesto, la tasa de crecimiento de la inversión requerida para gastar la totalidad de lo planificado debería ser superior a la contenida en las proyecciones. En su opinión, la diferencia respecto de la tasa de crecimiento proyectada debería consignarse como un elemento que es distinto del escenario del Banco.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta por los componentes de demanda o por los sectores que podrían contribuir a una mayor ejecución del gasto fiscal. El señor Claudio Soto indica que el sector construcción, que incluye el componente de reconstrucción en la parte vivienda o infraestructura, sería uno de ellos, y que un segundo correspondería a transferencias, que se podrían ver reflejadas en consumo.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que dificulta que el mayor gasto pueda provenir por el lado de la reconstrucción, ya que es poco probable que se pueda revertir el gasto subejecutado en un mes y medio.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro aclara que los datos expuestos corresponden al acumulado a septiembre, por lo que el plazo que resta para ejecutar el gasto es de un trimestre.

El Consejero señor Enrique Marshall reitera que los atrasos en el MOP y en el Ministerio de la Vivienda y Urbanismo parecen difíciles de ser revertidos en el cortísimo plazo, porque todo ello lleva consigo llamados a licitaciones y procesos largos. Agrega que solo ve posible que el gasto pueda materializarse mediante la entrega de bonos a la población u otras medidas de esa índole.

El Consejero señor Rodrigo Vergara menciona que se ha anunciado la entrega de subsidios habitacionales y que en la prensa del día aparece una columna del Subsecretario del ramo, en que señala que se avanzará mucho en este sentido durante los dos meses que quedan del presente año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, subrayando que las proyecciones de la última RPM no se han modificando, pero que sí es importante anticipar el avance de lo que será el cierre de Cuentas Nacionales del tercer trimestre y la revisión del primero y segundo trimestre del año. Sobre el particular, especifica que las revisiones de los dos primeros trimestres son marginalmente al alza: de 1,5 a 1,6% en el primero y de 6,5 a 6,6% en el segundo.

Al respecto, destaca que la parte correspondiente a la reconstrucción de obras de ingeniería no estaba siendo capturada correctamente por la metodología tradicional de contabilidad de Cuentas Nacionales, porque no se incluía en el catastro ni en la parte de edificación. Precisa que ello lleva a corregir al alza el sector construcción en el caso del segundo trimestre y, parcialmente, en el caso del tercero. En consecuencia, hace notar que, en el fondo, ya se ha materializado parte de la reconstrucción que no estaba bien capturada, aclarando que ella corresponde más bien a la parte privada de reconstrucción. Agrega que ello también explica, en parte, la corrección a la baja en dicho sector para el cuarto trimestre, porque hay un efecto intertemporal derivado del adelanto de la parte de reconstrucción respecto del escenario original. Señala que también hay que considerar que el catastro de la Corporación de Bienes y Capital indica que una serie de proyectos se postergarán este año, en particular, proyectos de minería y de energía que, obviamente, afectan las cifras del sector. No obstante, comenta que esta postergación de proyectos se ve compensada, en parte, por un mayor dinamismo del sector comercio y por otros sectores de servicios en general, que se advierten muy vigorosos en el margen.

El Consejero señor Rodrigo Vergara solicita que se complemente la explicación, ya que las cifras expuestas dan cuenta de una corrección a la baja del crecimiento anual del sector, respecto de lo proyectado en la RPM anterior.

El señor Claudio Soto manifiesta que lo más relevante para la proyección del año como un todo es la postergación de proyectos del catastro, que corresponde a una parte importante, y los datos en el margen del indicador líder o del indicador coincidente, que incluye los despachos de cemento, los permisos de edificación y otros elementos, que aún no experimenta un repunte muy significativo en el margen.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña explica que las fuentes estacionales corresponden a los proyectos de obras de ingeniería que se levantan a través del catastro y que las reparaciones de los daños en una obra existente no son catastradas, por lo que hay que estimar el monto de los daños y cuánto se va a reparar en un periodo de tiempo. Al respecto, hace presente que dentro de estas reparaciones se incluyen las concesiones o los trabajos que llevó a cabo CAP en su planta, como consecuencia de los daños causados por el terremoto, por citar un ejemplo. Añade que respecto de ese tipo de daños, se ha incorporado una estimación para lo que son las reparaciones, corrigiendo las cifras al alza, la que ha sido compensada, a su vez, por una



BANCO CENTRAL DE CHILE

caída en las obras de ingeniería por el catastro mismo, ya que, efectivamente, los nuevos proyectos se han atrasado este año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, indicando que por el lado de la demanda, las noticias preliminares del cierre dan cuenta de que el consumo privado se corrige al alza de manera importante, que la inversión en maquinarias y equipos disminuye y que se reduce el dinamismo de las importaciones de los meses previos, por el tema del catastro. Agrega que también es destacable que, durante el tercer trimestre, las exportaciones fueron más dinámicas que lo anticipado.

En materia de velocidades, el señor Claudio Soto puntualiza que los datos son muy preliminares y que próximamente se va a contar con el cierre de Cuentas Nacionales, lo que llevará a modificar los factores estacionales. Hecha esta salvedad, indica que se mantiene la idea de un cierto efecto de abultamiento en la demanda interna, esto es, que la velocidad, después de haber sido muy elevada durante el segundo trimestre, cae de manera importante en el tercero y luego comienza a retomar cierto dinamismo. Por otra parte, señala que la velocidad del PIB cae a partir del segundo trimestre hacia niveles más coherentes con el crecimiento potencial de la economía.

En cuanto a las contribuciones al crecimiento del PIB, hace presente que está siendo empujado por la demanda interna, principalmente, mientras que las exportaciones netas están restando impulso, dado el alto dinamismo que exhiben las importaciones.

El Consejero señor Sebastián Claro recuerda que para el último IPoM se había supuesto que los inventarios convergían a niveles similares a los promedios históricos, pero que ahora se proyecta que aumentan significativamente.

El señor Claudio Soto responde que no hay grandes modificaciones respecto de la dinámica de inventarios y que las existencias van convergiendo a valores promedio históricos e, incluso, algo por debajo de ellos.

Al continuar, el señor Claudio Soto se refiere al mercado laboral, destacando que la noticia más importante para esta Reunión es el alza relevante del empleo asalariado. Al respecto, hace presente que, hasta algunos meses, el crecimiento del empleo tuvo un fuerte componente de cuenta propia, mientras que, ahora, el componente asalariado también registra un repunte significativo, que se da curiosamente en el sector industrial, cuya producción, como mencionó anteriormente, ha estado estancada.

En relación con la tasa de desempleo, señala que un cálculo provisorio de la tasa desestacionalizada muestra que se ha estabilizado en torno a 8%, mientras que la tasa marginal que calcula ahora el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), que es la tasa de desempleo mensual y no el promedio móvil como lo hace habitualmente, exhibe una fuerte caída en septiembre. En consecuencia, se prevé que la tasa de desempleo va a seguir cayendo en los meses venideros.

En materia de salarios, indica que se vio un repunte importante en el costo de la mano de obra en septiembre. Sobre el particular, menciona que la información del INE apunta a que podría deberse a las horas extras, producto del fin de semana largo de Fiestas Patrias, que habrían empujado los costos laborales al alza, en general. De todas maneras, comenta que se registró un incremento en las remuneraciones. Con todo, destaca que, en términos reales interanuales, los costos laborales están creciendo en torno a 3% y se han mantenido alrededor de ese nivel, con oscilaciones por algunos meses.

El señor Claudio Soto continúa, refiriéndose a la inflación y señala que el dato de IPC tuvo una leve variación positiva de 0,1%, algo por debajo de lo anticipado, y el IPCX1 una de -0,1%, plenamente en línea con lo proyectado internamente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Detalla que los errores en la proyección se focalizaron en tres ítems: transporte, derivado de los pasajes de avión, que experimentaron una caída mayor que la observada en el seguimiento que se efectúa de estos precios; las carnes, específicamente el pescado, cuyos precios caen por segundo mes consecutivo de manera significativa; y las tarifas eléctricas.

El señor Claudio Soto hace presente que la proyección tiene como elementos más relevantes un tipo de cambio algo más apreciado que el de octubre; precios internacionales de combustibles más elevados, que llevan a una proyección también más elevada para el precio de la gasolina; y la posibilidad de un alza en el Transantiago en febrero, dado el polinomio para el cálculo de sus tarifas.

Respecto del vestuario, que ha sorprendido en los últimos meses, se supone que habrá caídas de precios y que recién en febrero y marzo próximo podrían registrarse alzas, producto de la introducción de ítems de la nueva temporada.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán pregunta si hay cambios metodológicos al respecto. El señor Claudio Soto responde que no los hay y que el escenario contempla que se registrarán variaciones negativas marginales mes a mes hasta febrero, cuando se observarían alzas por temas estacionales.

El señor Claudio Soto destaca, a continuación, la sorpresa proveniente de las tarifas eléctricas. Indica que en la RPM anterior se supuso un alza de precios por la fijación del precio nudo en noviembre, que no se materializó, esperándose que se concretará con la publicación del decreto tarifario prevista para el 15 de diciembre, a más tardar, afectando los precios de ese mes y reflejándose en un alza de precios en diciembre. Subraya que más relevante aún sería una baja importante de las tarifas esperada para comienzos del año 2011, anunciada ya en la prensa, como resultado de contratos que se suscribieron en el año 2006, pero que entran en vigencia a comienzos del 2011, que incorporan costos bastante menores que los observados actualmente.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta cómo se compatibiliza esta eventual alza en diciembre con las rebajas de comienzos del próximo año.

El señor Claudio Soto responde que se compatibilizan por la fijación de precio nudo de los contratos vigentes. Agrega que los nuevos contratos entrarán a regir a precios menores y, además, la nueva ley obligará a las empresas a no presentar desvíos superiores a 5% con respecto al precio más bajo, por lo que empujarán los precios del resto de las distribuidoras a la baja. Especifica que los contratos referidos corresponden a Chilectra, pero que las otras distribuidoras deberán ajustarse a la baja, ya que así funciona la nueva ley tarifaria.

En resumen, el señor Claudio Soto informa que se proyecta un IPC de 0,3% para noviembre, que es algo más alto que el esperado por el mercado; 0% para el IPCX1 y 0,1% para el IPCX 0,1%, indicando que la diferencia de 0,3% obedece, principalmente, al alza de los combustibles, que tiene una incidencia de 0,2% en la proyección.

Respecto de estos últimos, señala que si bien se anunció una baja de precios la semana anterior, los promedios mensuales indican que se debería observar un alza, radicando allí la diferencia que existe entre lo proyectado por el Banco y el mercado. Con todo, anticipa que la proyección del IPC para el año es de 3,3%.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta por las razones detrás del 0,2% de inflación mensual proyectado para diciembre, que es algo alto comparado con lo que anticipa el mercado y con la inflación que, tradicionalmente, registra dicho mes. El señor Claudio Soto responde que la diferencia se debe, principalmente, a las tarifas eléctricas, así como también a la estacionalidad propia de ese mes en lo que se refiere a transporte y



BANCO CENTRAL DE CHILE

tarifas educacionales que se fijan habitualmente en diciembre, respecto de las cuales se estima que experimentarán un alza.

Con todo, hace presente que, a estas alturas, todos los componentes del IPC están contribuyendo positivamente a la inflación anual, excepto vestuario, que tiene una contribución negativa en las variaciones en doce meses hasta fines del horizonte de proyecciones.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto continúa, señalando que, en materia de mercados financieros, se observan tasas nominales más bien planas en el margen y ciertos movimientos en las tasas *swap*. Informa que estos últimos cayeron después de la publicación de la Minuta de la RPM pasada y tendieron a devolverse en lo más reciente, más bien en línea con el rebote de tasas en el mundo mencionado por el Gerente de Análisis Internacional precedentemente.

Respecto de los agregados monetarios, indica que la velocidad de expansión de los agregados más líquidos continúa atenuándose y que se estima que todavía hay espacio para que sigan normalizándose, dado los resultados del modelo y la trayectoria de la TPM, puntualmente.

El señor Claudio Soto hace presente que las tasas de colocación comerciales y de consumo han tendido a estabilizarse, mientras que las tasas de colocaciones hipotecarias registran un repunte importante, en línea con el aumento en las ventas de viviendas comentado anteriormente, y reflejando que ello obedecería a algo de demanda.

Agrega que en cuanto a las colocaciones, se observa una cierta estabilización y tasas de crecimiento anuales inferiores a las registradas en el período 2007-2008, influido también por un diferencial de inflación importante. Al respecto, menciona que cuando las tasas de crecimiento de las colocaciones de consumo fueron del orden de 20%, las tasas de inflación eran bastante más elevadas que las actuales. En consecuencia, manifiesta que, en términos reales, se observan tasas de crecimiento que son algo menores que las registradas en ese período, pero comparables con las que prevalecieron durante el período de mayor expansión del crédito.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que sería interesante dilucidar a qué se debe ese bajo crecimiento de los créditos de consumo. Expresa que, en su opinión, podría ser que las emisiones de bonos de empresas o emisiones en el extranjero estén contaminando la cifra total, o que el crédito a la pequeña y a la mediana empresa esté disminuyendo significativamente por razones de riesgo. Detalla que el tipo de cambio, el terremoto y muchos otros elementos podrían estar llevando a los bancos a ser algo cuidadosos en ese segmento, no así en el crédito de consumo, que está determinado por otros factores, como el bajo desempleo, generándose una dinámica que se traduce en una percepción de riesgo más favorable.

El señor Claudio Soto prosigue, destacando que el tipo de cambio ha experimentado bastantes oscilaciones. Especifica que registró una depreciación después de la última RPM, probablemente porque el alza de tasa fue de 25 puntos base y no de 50 puntos base como el mercado habría internalizado. Agrega que luego del anuncio del QE2 por parte de la FED, el tipo de cambio tendió a apreciarse y después se mantuvo más bien estable, y que comparado con otras monedas, se observa una apreciación adicional del peso.

En cuanto al tipo de cambio multilateral, que constituye una buena aproximación del tipo de cambio real, el señor Claudio Soto hace presente que también ha registrado oscilaciones y ha caído significativamente, mientras que el promedio ha estado más bien estable por varios meses.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Agrega, asimismo, que la apreciación del peso después del anuncio de la FED se da en términos multilaterales y coincide con el aumento en el precio del cobre de los últimos días, ya que los otros fundamentales se advierten más bien planos. De hecho, explica que, de acuerdo con el modelo que se utiliza habitualmente para hacer este seguimiento, casi todas las variaciones del tipo de cambio se debieron al precio del cobre y a los movimientos del dólar hasta hace un mes, mientras que en lo más reciente se atribuyen, fundamentalmente, al precio del cobre.

El Gerente de Análisis Macroeconómico destaca, luego, que la Bolsa retomó dinamismo en septiembre, después de haberse aplanado en algún momento, y que a mediados de ese mes volvió a ubicarse en niveles históricamente altos, en términos relativos.

En materia de expectativas, informa que para este año se mantienen las expectativas de crecimiento de 5,4%, plenamente en línea con lo contemplado en el IPoM, y de 6% para el próximo año, en tanto que las expectativas de inflación se mantienen estables en el horizonte de política y se ajustan a la baja hacia 3% en horizontes más largos.

Manifiesta que quizás lo más destacable es que las expectativas más largas, que se miden con las tasas *swap*, esto es, las compensaciones 3 en 2 y las 5 en 5 caen, se ubican en 3%. De todas maneras, hace notar que se mantiene un cierto sesgo en las expectativas, en el sentido de que el número de personas que responde que la inflación podría estar por sobre 3% a fines del horizonte es mayor que el de aquellas que estiman que podría ser inferior a dicho porcentaje.

En lo que respecta a los movimientos de la TPM, señala que el mercado está apostando mayoritariamente por un alza de 25 puntos base, que una fracción pequeña piensa que se mantendrá y que una fracción aún mucho más pequeña, correspondiente a una respuesta de las cuarenta, se inclina por un alza de 50 puntos base.

Finalmente, hace presente que el alza más reciente de las tasas *swaps* y los movimientos a la baja que se observaron después de la publicación de la minuta de la última RPM se ven reflejados en la curva *forward* actual, que es más baja que la de la RPM anterior hasta mediados o fines del próximo año, y que, a partir de entonces, las tasas *forward* muestran una trayectoria de la TPM que es más coherente con lo que se tenía previamente. Finalmente, y a título de resumen, manifiesta que se tiene una trayectoria de política algo más lenta de aquí a un año y medio y, luego, una convergencia hacia la tasa neutral de 6%.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto por la exposición del escenario interno para la presente Reunión y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa tener la impresión que en el resto del mundo, y principalmente en los países desarrollados, no reina una sensación de optimismo. Añade que las colas en los riesgos siguen siendo anchas y que el QE2 se ha justificado por tratar de cubrir los *downside risks*. En consecuencia, expresa que, a su juicio, la economía chilena enfrenta ciertos riesgos en algunos escenarios, y que pasará a referirse específicamente al relacionado con los equilibrios externos, porque le preocupa que pudiera desarrollarse en el futuro.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que, a juzgar por los resultados de la reunión del G-20, no habrá guerra cambiaria ni comercial, pero que, al mismo tiempo, si no se producen ajustes cambiarios y no se resuelven los desequilibrios globales, Estados Unidos y Europa probablemente tardarán bastante en recuperar algún dinamismo, lo que no constituye un buen escenario para Chile.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En su opinión, la mezcla de un escenario externo no muy alentador con un optimismo interno lleva, normalmente, a un crecimiento del gasto con apreciación cambiaria y no necesariamente con más inflación, ya que los recalentamientos de la economía suelen traducirse en desequilibrios de una cuenta corriente con una trayectoria no sostenible y un tipo de cambio real que se aprecia también de manera no sostenible. Manifiesta que sin pensar que ese sea el escenario más probable, estima que se debe estar consciente de ello, por cuanto la información reciente tiende a ser más cercana a ese escenario que lo que mostraba el escenario del último IPoM, por cuanto no se observa la desaceleración del gasto y del crecimiento esperado, sino que un producto que, si bien mantiene su tasa de crecimiento para el cuarto trimestre respecto de las proyecciones anteriores, se anticipa una fuerte caída en el PIB de recursos naturales, contrarrestada por un crecimiento acelerado del PIB resto, que es el que se monitorea para la política monetaria.

Indica que para el primer trimestre del próximo año, la tasa de crecimiento estaría aumentando en un punto, aproximadamente, por factores nuevos, ya que no hay un efecto estadístico que dé cuenta de una aceleración del crecimiento en el trimestre anterior, existiendo, por tanto, un elemento adicional que no está contemplado en el IPoM. Agrega que la tasa de crecimiento del PIB resto sería, en términos anuales, superior a 9%, que significa un cierre de brechas mucho más rápido, insistiendo que esos cierres de brechas, en vez de traducirse en inflación, suelen traducirse en problemas más bien de trayectoria de balanza de pagos y problemas cambiarios. Comenta, asimismo, que la tasa de crecimiento de las importaciones sigue ajustándose al alza, lo cual apunta, en el corto plazo, más bien en la misma dirección. Manifiesta que ese cierre de brechas no se traduce en una inflación más alta, sino que, por el contrario, se están corrigiendo las proyecciones de inflación hacia la baja, aun cuando estas superen las del mercado. Entonces, sin que esto signifique necesariamente un cambio muy drástico en el escenario base, enfatiza que las consecuencias que tiene el enfrentar uno de esta naturaleza implican efectuar un ajuste brusco, porque la vulnerabilidad de la economía es mayor y, por lo tanto, los grados de libertad para actuar se reducen cuando hay *shocks*.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que ha querido plantear su preocupación al respecto durante el curso de la presente Reunión, con el objeto que quede constancia de ella en el Acta respectiva y pueda, de esta forma, excluirla de su voto.

El Presidente señor José De Gregorio agrega dos elementos adicionales. En primer término, señala que las economías emergentes tienen una apreciación cambiaria, poca inflación, y que aún no ha podido resolver lo que está ocurriendo con la proyección de déficit en cuenta corriente, sospechando que será de -1% para el IPoM próximo.

Sobre el particular, el señor Claudio Soto comenta que Cuentas Nacionales está trabajando un tema metodológico, y que si a ello se suman los términos de intercambio, ambos van a llevar a una corrección del déficit hacia un rango de entre 0 y 0,5% para el año.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que su gran incertidumbre al respecto es que se puede tener un escenario de apreciación, de baja inflación y de crecimiento muy rápido, pero que si a ello se suma una cuenta corriente en equilibrio, surge la duda de qué *policy* adoptar, cuál sería la recomendación y cuáles los instrumentos a utilizar, porque si en ese escenario se comienzan a subir tasas, como ocurrió en el pasado, puede incentivar estas burbujas en un grado mayor.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que revisaría el déficit privado, el mejor indicador a su juicio, porque una parte importante de la cuenta corriente se corrige muchas veces con la regla fiscal. Enfatiza que lo que interesa en este tipo de escenario es la evolución del sector privado, que entra en trayectorias que suelen corregirse muy bruscamente.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Presidente señor José De Gregorio pregunta por los efectos de la tasa y por lo que las decisiones que hay que adoptar en ese caso.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta, en primer término, que en ese contexto resulta difícil tomar una decisión, pero que, en su opinión, el ubicar la tasa en un nivel más razonable, más normal, ayuda a protegerse de una crisis.

En segundo lugar, comenta que la lectura de la cifra de inflación de corto plazo se ha tornado bastante difícil, porque hay muchos factores puntuales, como el del tabaco, por citar un ejemplo, sugiriendo no conformarse y relajarse ante los bajos registros actuales. Señala que lo fundamental es que la economía está creciendo a un ritmo acelerado, que las brechas se están reduciendo, por lo que la política monetaria tiene que respetar ese cuadro. Sostiene que lo lógico es que la inflación adquiera una cierta normalización, por lo que nuevamente es preventivo y protege reaccionar a esa realidad.

Agrega que otro antecedente relevante es lo que está ocurriendo con los salarios, que si bien están creciendo moderadamente y, por lo mismo, nadie podría decir que es un factor de preocupación, están registrando una cierta tendencia al alza, lo que es coherente con lo que acontece en el mercado laboral.

En resumen, el Consejero señor Enrique Marshall plantea que es necesario estar atentos para reaccionar ante estos elementos que se están observando.

El Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes indica que un punto que puede ser importante de diferenciar es, por un lado, la estabilidad de precios y, por otro lado, la estabilidad financiera. Señala que la preocupación manifestada por el Vicepresidente señor Manuel Marfán se refiere más bien a escenarios en los cuales se pueden tener reversiones en términos de intercambio, por ejemplo, o reversiones en la apreciación respecto de la trayectoria de la economía y, por lo tanto, dadas las vulnerabilidades que se generan, se pueden generar problemas de otra índole. En su opinión, sería importante plantear también la discusión en la dimensión de estabilidad financiera y los instrumentos con los que se cuenta en este caso.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sostiene que ello no necesariamente es así, porque estima que se está muy lejos de un escenario de riesgo o de un problema de inestabilidad financiera. Aclara que se refiere más bien a un escenario de mucho optimismo, como el de fines de los años noventa, antes de la crisis asiática, que llevó a vulnerabilidades que significaron un ajuste de precios relativos que fue tan inflacionario, que el Banco Central de la época frenó ese cambio de precios, porque validarlo en un contexto sobrecalentado se traduciría en más inflación. A su juicio, ese tipo de escenario y de solución son los que hay que evitar, por la propia estabilidad del ciclo macro y por los efectos sobre la inflación y los precios.

Para cerrar la discusión, el Presidente señor José De Gregorio destaca la relevancia de dimensionar y de tomar una posición respecto de cuál es la importancia que juega el *policy*. Al respecto, manifiesta que el marco de política actual es completamente distinto del de fines de los noventa, y que es muy difícil que el escenario de entonces pueda repetirse con el marco de política vigente.

El Presidente señor José De Gregorio suspende la Sesión y recuerda que se reanudará a las 16:00 horas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Siendo las 16:00 horas, el Presidente señor José De Gregorio reanuda la sesión 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, destacando los principales antecedentes acumulados desde la última RPM.

En el ámbito externo, indica que continúan las señales de crecimiento moderado en las economías desarrolladas; que aparecen algunas señales positivas para Estados Unidos, pero compensadas por indicadores más débiles para Europa; y que en los mercados financieros internacionales se intensifican los ruidos provenientes de las economías europeas y se observa un retroceso en las valoraciones de activos, pese al programa de relajamiento monetario en Estados Unidos. Plantea que, en este contexto, se ha detenido la depreciación del dólar a nivel global y que el peso se ubica prácticamente en el mismo nivel respecto del dólar que en la última Reunión, aunque se ha apreciado levemente respecto de los socios comerciales de Chile. Agrega que en los países emergentes, la sorpresa estuvo en los mayores registros inflacionarios en algunas economías, impulsados por mayores precios de alimentos, y destaca que en China e India, las autoridades adoptaron medidas de restricción monetaria.

En cuanto a la actividad en Chile, subraya que las cifras publicadas el último mes confirman que la recuperación avanza con fuerza; que el dinamismo es liderado por el consumo y está avalado por la evolución del empleo, los salarios, la confianza y el crédito; y que durante el último mes, las compras durables retomaron impulso. Informa, asimismo, que las empresas continúan adicionando trabajadores, maquinarias y equipos, respaldadas por mejores expectativas de ventas; que si bien la inversión en obras muestra un retraso, se observa un repunte de las ventas de viviendas; y que las encuestas empresariales muestran una situación neutral de inventarios.

En materia de inflación, señala que continuó evolucionando algo por debajo de lo esperado, marcada por la incidencia de los bienes transables. Sin embargo, advierte que este fenómeno sería transitorio. Al respecto, hace presente que las proyecciones de la Gerencia de División a su cargo y las expectativas privadas se mantienen alineadas con la meta inflacionaria de 3% en el horizonte relevante para la política monetaria.

Finalmente, y a título de último antecedente relevante, menciona que luego de la última Reunión, la trayectoria esperada en el mercado para la TPM se corrigió a la baja, en coherencia con los contenidos del comunicado y minuta, y que para esta ocasión, en particular, el consenso espera un aumento de 25 puntos base en dicha tasa.

El señor Luis Óscar Herrera manifiesta que este conjunto de antecedentes lleva a proponer como opciones un incremento de 25 puntos base de la tasa de política monetaria, hasta 3%, o realizar una pausa transitoria, manteniéndola en su nivel actual de 2,75%, e indicando que la recomendación de la Gerencia de División Estudios es por la primera opción, lo que pasa a justificar a continuación.

En primer lugar, plantea que la estrategia de política monetaria contempla aumentos graduales de la tasa interés objetivo, balanceando las presiones inflacionarias provenientes del dinamismo de la demanda interna y el cierre de brechas, con los efectos de la apreciación cambiaria y un entorno externo aún incierto. En su opinión, esta estrategia de corrección gradual ha sido recogida adecuadamente por las expectativas privadas.

En segundo término, sostiene que si bien esta estrategia podría ser compatible con cualquiera de las opciones señaladas, en esta oportunidad no parece prudente alejarse de la expectativa de consenso, es decir, de un aumento de 25 puntos base de la TPM, para no generar sorpresas e inducir una revisión de la trayectoria esperada para la tasa de interés.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Como tercer punto, expresa que la opción de continuar aumentando la TPM está sustentada en que el actual nivel de la tasa aún es expansivo, que las brechas de capacidad continúan cerrándose como consecuencia del dinamismo de la demanda interna, y que los términos de intercambio han continuado mejorando. En este contexto, es de opinión que la política monetaria debe propiciar condiciones financieras más restrictivas, o de menor estímulo, para lograr la convergencia del crecimiento económico hacia tasas sostenibles, ya que, de esta manera, se evita incubar presiones inflacionarias futuras o desalinear las expectativas privadas. Al respecto, hace notar que las recientes alzas de los precios internacionales de energía, alimentos y otras materias primas agregan un factor de riesgo que apoya la decisión de subir la tasa.

Por otra parte, considera que la opción de realizar una pausa transitoria podría justificarse a la luz de la evolución reciente de la inflación, reconociendo que su normalización avanza con menor velocidad que lo previsto, influida por la apreciación del peso y la menor inflación de bienes importados. Añade que aunque la incidencia de estos factores sobre la inflación doméstica es transitoria, como lo avala la estabilidad de las expectativas inflacionarias privadas en 12 y 24 meses, esto ciertamente ayuda a reducir los riesgos de esperar para ver cómo se desenvuelve el escenario internacional y las vulnerabilidades asociadas a la debilidad de las economías desarrolladas.

En todo caso, señala que es importante recalcar que, si bien se puede argumentar por una pausa transitoria, los antecedentes no garantizan una detención más permanente. En este sentido, advierte que la decisión de mantener la TPM hoy, al alejarse del consenso, podría ser interpretada erróneamente como una pausa más duradera o, incluso, como una detención del proceso de normalización monetaria, llevando a revisiones no deseadas en expectativas y precios financieros. Considerando lo anterior, estima que es conveniente validar el consenso de mercado, en circunstancias que este captura adecuadamente la expectativa de gradualidad en la normalización de la política monetaria.

Finalmente, indica que es necesario mencionar por qué se descarta la alternativa de subir la tasa en 50 puntos base. Al respecto, sostiene que esta opción podría justificarse a la luz del dinamismo del consumo privado y la demanda interna; los rezagos con los que actúa la política monetaria sobre la demanda agregada; el cierre de las brechas de capacidad; y la expectativa de una aceleración de los registros inflacionarios, una vez que se diluyan los efectos de la apreciación del peso y otros factores puntuales, como el vestuario, a lo que se agregan los riesgos provenientes de los precios internacionales de alimentos, energía y otras materias primas.

Sin embargo, plantea que, aun cuando estos riesgos son legítimos, todos ellos estaban presentes un mes atrás y no se han intensificado durante el último mes, por lo que no justifican retomar el ritmo previo de normalización de la TPM.

En conclusión, el señor Luis Óscar Herrera hace presente que la recomendación de la Gerencia de División Estudios es aumentar la TPM en 25 puntos base y mantener el mensaje que la política monetaria aún es expansiva, por lo que probablemente será necesario continuar retirando estímulo monetario de la economía. Agrega que la calibración de este proceso requerirá tomar en cuenta la experiencia histórica y las perspectivas de crecimiento de la economía chilena, así como también la evolución del escenario internacional y el menor nivel que se anticipa para las tasas externas, reales y nominales, en relación con sus promedios históricos.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera, e informa que el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín, por intermedio de su Asesor señor Rodrigo Cerda, le ha hecho llegar su planteamiento, al que dará lectura a continuación.



BANCO CENTRAL DE CHILE

“La cifra de inflación de octubre de 0,1% mensual y 2,0% en 12 meses fue levemente menor a lo esperado por el mercado. En el resultado del mes destacaron las alzas en diversas frutas y verduras, en el gas licuado y la electricidad. Por otro lado, se registraron caídas generalizadas en la división de prendas de vestir y calzado, así como en los servicios de bus y tren interurbano y transporte aéreo, producto de la alta base de comparación relacionada a las celebraciones de fiestas patrias. También se registraron caídas importantes en diversos precios de equipos tecnológicos, relacionado a las políticas comerciales de las empresas que ofrecen mayores descuentos en la medida que realizan la renovación de sus stocks a un dólar menor.

Tanto el IPCX como el IPCX1 registraron una variación mensual de -0.1%, con lo que las mediciones en 12 meses se ubican en 1,5% y -0,5% respectivamente. Es importante destacar el hecho de que aunque la inflación acumulada a octubre de 2010 es de 2,8%, el IPCX1 lleva acumulado apenas 0,1% en este período, lo que confirma el hecho de que el alza en la inflación durante este año se debe más bien a fenómenos puntuales y no existe un alza de precios generalizada. En consecuencia, las cifras han revelado en forma consistente que las presiones inflacionarias se encuentran contenidas.

Esta visión se confirma al observar la Encuesta de Expectativas Económicas de noviembre, en que las expectativas de inflación se encuentran perfectamente ancladas dentro del rango de tolerancia del Banco Central y más aun, han llegado al centro de dicho rango. Así, la inflación esperada para 2010 pasa a 3,0% desde 3,1% en la encuesta de octubre y 3,3% en la de septiembre, mientras que para 2011 las expectativas ubican la cifra en 3,2%. Además, las expectativas de inflación usando tasas de mercado (BCP y BCU a 5 años) arrojan un valor de 3,0%. De estos datos se desprende que las expectativas de inflación están perfectamente ancladas a plazos más largos.

En septiembre las remuneraciones crecieron 4,2% en 12 meses, mientras que el costo de la mano de obra lo hizo en 5,1%. En términos mensuales aumentaron 0,7% y 1,0% respectivamente. Por otra parte, el peso ha mantenido su valor respecto al dólar desde la reunión de octubre. En el corto plazo, parece difícil revertir la apreciación del peso chileno, en especial considerando que en Chile el proceso de normalización de la política monetaria está en plena marcha, mientras que en Estados Unidos la FED no sólo ha reiterado el compromiso de mantener la tasa en niveles excepcionalmente bajos por un periodo de tiempo prolongado, sino que en su última reunión decidió proveer estímulo adicional inyectando 600.000 millones de dólares adicionales a la economía de Estados Unidos mediante compras de bonos del Tesoro de largo plazo.

En términos de actividad económica, el IMACEC de septiembre volvió a mostrar un importante aumento interanual, esta vez de 6,5%. El efecto de la baja base de comparación se va diluyendo en forma gradual y ésta se hará más exigente en el último trimestre del año. El mercado laboral continúa mostrando un fuerte dinamismo, con una creación de más de 280 mil empleos desde el trimestre enero-marzo. De esta manera, el elevado crecimiento económico se va configurando como un fenómeno persistente más que puntual.

En el frente externo, la cifra de empleo del mes de octubre arrojó una creación mensual de 151 mil empleos en Estados Unidos, tras 4 meses consecutivos de caídas. Sin embargo, la tasa de desempleo se encuentra aún muy elevada, superior en más de 3% a los niveles pre-crisis. En Europa las cifras económicas muestran un lento proceso de recuperación y subsiste aún cierta incertidumbre que se ha acentuado en los últimos días con señales de un ajuste macroeconómico importante en Irlanda.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Ministerio de Hacienda procura evitar efectos indeseables de la política económica sobre variables como el tipo de cambio, la tasa de interés y la inflación. En este contexto, creemos 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."

Al proseguir con la Reunión, el Presidente señor José De Gregorio da paso a la votación, concediéndole la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comienza su intervención agradeciendo al *staff* por la excelente presentación.

Hace presente que si bien algunas cifras recientes en Estados Unidos y Japón van en la dirección de cierta mejora en el panorama externo, esta sigue siendo extremadamente volátil. De hecho, indica que surgen nuevamente preocupaciones respecto de la situación financiera y fiscal de ciertos países de la periferia europea. Manifiesta que las economías emergentes, en tanto, mantienen su dinamismo y que se agudiza la discusión sobre la apreciación de las monedas locales, y posibles medidas para frenarla, en particular luego del QE2 en Estados Unidos, a lo cual se suma un emergente debate en estos países respecto de las mayores presiones inflacionarias producto del dinamismo económico y del alza del precio de los productos primarios. Destaca que a lo anterior se suman los registros inflacionarios que han sido más elevados que los esperados en algunos países.

En el ámbito interno, plantea que la inflación ha seguido exhibiendo registros moderados, que las mediciones subyacentes siguen por debajo del rango de tolerancia y que, incluso, el IPCX1 sigue mostrando una cifra negativa en doce meses. Comenta que la apreciación del peso va en la dirección de mantener la inflación bajo control, aunque en el sentido inverso operaría el fuerte crecimiento que sigue mostrando la actividad y la demanda interna, cuyos signos de moderación son todavía muy incipientes. Agrega que las proyecciones de inflación del mercado se mantienen en el entorno del 3%. En su opinión, un escenario externo en que la reactivación parece postergarse y donde se mantiene la inflación baja en el mundo desarrollado, junto con la apreciación del peso en el mercado local y registros de inflación inferiores a los esperados, son factores tras la moderación de las expectativas.

No obstante lo anterior, advierte que la inflación puede tener ciertos rezagos, por lo que no debiera extrañar ver mayores presiones de precios de aquí en adelante, y que a ello se suma el riesgo en esta materia que conlleva el aumento de los precios de productos primarios antes mencionado. Junto con ello, expresa que se debe destacar, asimismo, el alza que han venido exhibiendo los salarios nominales en los últimos meses, si bien se mantienen aún en rangos razonables.

Dados los antecedentes que se presentan, así como la discusión anterior, estima que lo natural es continuar el proceso de normalización de la política monetaria con un alza de la TPM de 25 puntos base, al igual que en la reunión pasada. A su juicio, un alza de 50 puntos base es descartable en tanto implicaría volver al ritmo de normalización de hace dos meses, sin que haya mayores cambios que lo justifiquen y, más aún, en una situación de mayor, aunque no total, normalidad de la política monetaria. Añade que la mantención de la tasa tampoco le parece adecuada por los riesgos inflacionarios que persisten y porque, como se ha mencionado, la actual política monetaria sigue siendo expansiva.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Precisamente, dado que la política monetaria con estas tasas de interés sigue siendo expansiva, señala que es esperable que el proceso de normalización se mantenga en los próximos meses a un ritmo que tendrá que evaluarse a la luz de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por subir la TPM en 25 puntos base, para llevarla a 3%.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que en el ámbito externo, hay varias noticias de la semana reciente que son relevantes y que, por lo mismo, ameritan ser mencionadas, alguna de las cuales están incluidas en la Minuta de Opciones. Señala que la primera de ellas es la interpretación de la agresiva política monetaria en Estados Unidos; la segunda, la intensificación de los problemas de deuda soberana en algunos países de Europa, que ha tomado mayor relevancia especialmente en los últimos días; la tercera, las perspectivas de un crecimiento en China mayor que el que se podría calificar como coherente con la estabilidad de precios; y, por último, la profundización del alza en los precios de algunas materias primas y algunos elementos. Salvo este último caso, el de la profundización de las alzas en las materias primas, considera que, en general, los otros elementos que han ido apareciendo y las otras noticias van confirmando un escenario en donde la recuperación de Estados Unidos y Europa será lenta, quizás más allá de lo que las proyecciones de consenso están mostrando actualmente, y en que parte del dinamismo de China en los últimos trimestres ha estado influenciado por una combinación de políticas macro muy expansivas, que parecen no ser sostenibles y que requerirán un ajuste de aquí en adelante.

En general, es de opinión que esta combinación requiere de cautela a la hora de hacer una evaluación del escenario externo relevante para Chile y las implicancias de política monetaria.

El Consejero señor Sebastián Claro prosigue, planteando que la situación de las materias primas y alimentos ha traído, en cambio, una perspectiva con dinamismo algo más consolidado. Enfatiza que, salvo factores puntuales, puede ser necesario distinguir qué parte de esto obedece a un cambio estructural en precios relativos, dada una nueva composición de la demanda mundial, y qué parte obedece a una genuina inflación de precios externos. A su juicio, este es un tema que hay que seguirlo con especial cuidado. Asimismo, manifiesta pensar que la posibilidad de que ello sea reflejo de un cambio en precios relativos puede ser mayor que un aumento generalizado de la inflación externa, por otras medidas de inflación que se mantienen acotadas en el exterior, no obstante lo cual cree que es un tema muy relevante de tener en cuenta en adelante, especialmente a la luz de la preparación del IPoM de diciembre.

Destaca que también llama la atención la evolución que han tenido las tasas de interés externas a mediano y largo plazo, discutida esta mañana de manera muy marginal, estimando que todavía es temprano para sacar grandes conclusiones al respecto. En su opinión, en la medida que este proceso de alza se consolide, un poco contrario al que originalmente se hubiese esperado de la política monetaria en Estados Unidos, ello puede tener lecturas que son diversas. Sobre el particular, considera que si bien no es el momento de plantear las hipótesis, es un tema importante de tener en cuenta en adelante.

En el plano interno, hace notar que las cifras de actividad y demanda son coherentes con las expectativas, y que, en líneas generales, confirman una demanda dinámica, especialmente en su componente de consumo de durables, ya que la inversión en construcción y vivienda todavía muestra un cierto rezago en su recuperación. Al respecto, menciona que un cambio en la composición de la demanda en esta dirección subyace a las favorables perspectivas para el 2011. Por otra parte, agrega que las cifras de crédito continúan creciendo, pero que lo hacen a un ritmo moderado, sugiriendo cierta cautela tanto en los bancos como en los demandantes de crédito.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En materia de inflación, hace presente que los datos de inflación fueron nuevamente algo menores que los esperados; que las medidas subyacentes se han mantenido en valores muy acotados por un largo tiempo, pero que, como lo ha manifestado en otras oportunidades, más que reflejar la ausencia de presiones inflacionarias que debieran notarse en la medida que la demanda siga con un comportamiento dinámico, estas cifras entregan espacio para graduar la evolución de la política monetaria, especialmente en un contexto de apreciación cambiaria.

En su opinión, todo lo anterior confirma que el cambio en la velocidad de la normalización de la política monetaria que se acordó en la Reunión pasada fue el adecuado y que continuar con esa velocidad de ajuste parece razonable y balanceado.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que hay razones para descartar un ajuste de 50 puntos base, por la situación externa, por el hecho que la situación cambiaria no sugiere que esa debiera ser la decisión, y porque también puede entregar una señal errática al mercado. Asimismo, estima que una mantención de la tasa en esta oportunidad no se justifica, en la medida que los determinantes fundamentales de la inflación o, por lo menos, algunos de ellos, siguen mostrando un dinamismo importante, constituyendo, quizás, una decisión que más adelante podría aparecer con mayor relevancia, no así en el día de hoy.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que su voto es por subir la tasa en 25 puntos base.

El Consejero señor Enrique Marshall comienza su intervención, agradeciendo al *staff* por el apoyo brindado e indicando que las noticias del último mes no modifican significativamente el escenario perfilado con anterioridad.

En el frente externo, señala que se reafirman las perspectivas de una moderada desaceleración del crecimiento global y que persiste, al mismo tiempo, un contraste entre las economías desarrolladas, que evolucionan con lentitud, y las economías emergentes, que siguen mostrando un apreciable vigor.

Cohérente con ello, hace presente que, en general, la inflación permanece contenida a nivel global, pero que los riesgos de que se acelere en el mundo emergente permanecen presentes y han aumentado. A su juicio, la evolución de los precios de las materias primas y los alimentos, en un contexto de crecimiento vigoroso, refuerzan esa percepción.

Respecto de los mercados financieros y cambiarios, menciona que se han mostrado sensibles a las noticias surgidas en el curso del último mes y que, por lo mismo, han exhibido cierta volatilidad, en tanto que en lo más reciente han reaccionado al aumento en la percepción de riesgo proveniente de la periferia de Europa. Al respecto, destaca que esta volatilidad no es nueva y que sirve para recordar que los riesgos para el escenario mundial siguen latentes.

En esa misma línea, indica que las tensiones cambiarias no se han disipado, ya que si bien la depreciación del dólar en los mercados internacionales no continuó profundizándose en el último mes, la apreciación de las monedas en el mundo emergente sigue siendo un tema de alta preocupación.

En el frente interno, subraya que la economía sigue mostrando un marcado dinamismo, que las cifras conocidas están dentro de lo que se esperaba, y que la moderación en el ritmo de crecimiento podría ser más lenta que la visualizada con anterioridad o postergarse. En su opinión, los factores que impulsan el crecimiento siguen mostrando una positiva evolución, ya que las expectativas de hogares y empresas se



BANCO CENTRAL DE CHILE

fortalecen, el crédito bancario se expande a tasas que han ido gradualmente en aumento, el empleo total y sus distintos componentes aumentan en forma apreciable, y la masa salarial crece a un ritmo significativo.

En lo fundamental, expresa que ello debería continuar en adelante y que, incluso, existen impulsos que podrían agregarse o intensificarse, como es el que debería generar el sector construcción como resultado del esfuerzo de reconstrucción.

El Consejero señor Enrique Marshall advierte que existen, por cierto, riesgos para el escenario interno provenientes principalmente del frente externo, como la desaceleración del crecimiento en los países desarrollados, que podría intensificarse y terminar afectando a las economías emergentes, incluida la chilena.

Respecto de la inflación, menciona que se muestra bastante contenida y que se sigue observando un gradual proceso de convergencia a la meta, pero por debajo de lo previsto. Sin embargo, hace notar que la lectura de las cifras de corto plazo no resulta del todo fácil, debido a la incidencia de factores puntuales y a las diferencias que ello provoca en las distintas medidas de inflación.

Con todo, es de opinión que los riesgos de mediano plazo para la inflación siguen muy presentes, como resultado de la evolución de la actividad y el cierre de brechas, y que también despierta preocupación el incremento en los precios de las materias primas y los alimentos, que en ocasiones anteriores se han transmitido a la economía interna con rapidez e intensidad.

El Consejero señor Enrique Marshall prosigue, recalcando que la evolución del tipo de cambio ha adquirido relevancia en la configuración del escenario del Banco. Sobre el particular, plantea que si bien la tendencia hacia la apreciación no se ha intensificado en lo más reciente, todo indica que las fuerzas que la alimentan seguirán ejerciendo presión en los próximos trimestres.

Enfatiza que los efectos de la apreciación deben ser monitoreados con atención, y destaca que su impacto inmediato ha sido contribuir a moderar la trayectoria inflacionaria. Sin embargo, como la depreciación del dólar en los mercados internacionales tiene lugar en forma simultánea con el incremento de los precios de las materias primas y los alimentos, indica que este efecto podría ser finalmente menor que el esperado en otras circunstancias.

Agrega que, simultáneamente, la apreciación genera, por lo menos en el corto plazo, un cierto impulso sobre la demanda interna y, particularmente, sobre su componente importado, y favorece el crecimiento del comercio y los servicios.

Como señaló en la Reunión anterior, reitera que si la apreciación se intensifica y se torna permanente, no se puede descartar la adopción de medidas no convencionales para facilitar el inevitable ajuste que ello traerá consigo.

El Consejero señor Enrique Marshall menciona, a continuación, que los salarios crecen con mesura, pero que la tasa de variación en doce meses ha tendido a aumentar en el transcurso del año, lo cual es coherente con la evolución del mercado laboral y, en particular, con la reducción de la tasa de desempleo, pero refuerza las prevenciones sobre la trayectoria de la inflación en el mediano plazo.

En este contexto, estima que corresponde proseguir con la gradual normalización de la política monetaria, surgiendo, además, con bastante claridad que la opción más razonable es un alza de 25 puntos base. Al respecto, señala que la TPM se ubica todavía por debajo de un nivel coherente con las actuales condiciones cíclicas y, sobre todo, con las proyectadas en el escenario más probable. A su juicio, detener, aunque sea



BANCO CENTRAL DE CHILE

transitoriamente, el proceso de normalización en estas circunstancias no sería coherente con la visión que se le ha entregado al mercado, podría generar bastante confusión e, incluso, podría ser interpretado en el sentido que este proceso estaría próximo a concluir. Por ello, manifiesta descartar la idea de hacer una pausa en esta Reunión.

Sin embargo, al mismo tiempo, el Consejero señor Marshall considera que es conveniente proseguir con gradualidad y moderación, teniendo en cuenta la apreciación del peso y los riesgos del escenario externo, ya que un alza de 50 puntos base después de la decisión de la Reunión pasada, sugeriría que las condiciones han cambiado significativamente en el curso del último mes, lo que no se condice con los antecedentes analizados.

El Consejero señor Enrique Marshall subraya que el mercado comparte, en lo fundamental, la idea de un proceso de ajuste gradual y espera mayoritariamente un incremento de 25 puntos base para esta Reunión, por lo que lo más sensato es, en esta oportunidad, validar esas expectativas.

Antes de finalizar, hace presente que la preparación del IPoM de diciembre brindará la oportunidad para revisar con mayor detalle el escenario del Banco y entregar una visión más completa sobre la evolución de la economía y sus implicancias para la política monetaria.

Por el momento, en tanto, señala que su opinión es que corresponde anunciar que los próximos pasos tendrán que evaluarse en función de la forma como evolucionen las condiciones internas y externas.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall expresa que vota por subir la TPM en 25 puntos base, para dejarla en 3%.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff* y declara que, en esta oportunidad, hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior, que están contenidos en el punto 2 de la Minuta de Opciones, a lo que añade lo siguiente.

En primer término, indica que la cumbre del G-20 no agitó las aguas de una confrontación cambiaria, pero tampoco dio luces para ser optimista respecto de los desbalances globales. A su juicio, con ello se afianzaría un escenario de mediano plazo con bajo crecimiento de las economías desarrolladas, que sería un mal escenario para la economía global y, por ende, para Chile. En especial, menciona que si se confirma que el cierre de brechas de varias economías emergentes relevantes ya se habría completado, y de mantener estas un crecimiento anormalmente elevado, transitarían hacia una situación de sobrecalentamiento.

En segundo lugar, manifiesta que las economías desarrolladas no solo tendrían un crecimiento bajo durante un período prolongado, sino que los escenarios de riesgo en torno a este crecimiento bajo tienen también una probabilidad mayor que la normal. En su opinión, esa es la principal razón que, de acuerdo con su comunicado, justificaría el QE2 en Estados Unidos, esto es, la de reducir la probabilidad de un escenario con un nuevo enfriamiento, o *double dip*, y deflación.

En tercer término, señala que, en lo interno, en la RPM anterior hubo señales de ralentización del crecimiento de la actividad y de la demanda, la que confirmaba el escenario base del IPoM para estas variables. Al respecto, hace presente que la información reciente ha disipado esas señales y que, con ello, el cierre de brechas se adelantaría respecto del escenario base.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Finalmente, indica que, a diferencia de otras economías emergentes, la inflación en Chile ha estado por debajo de la esperada, y que la cuenta corriente a precios de largo plazo se sigue deteriorando.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán prosigue, reiterando, como en oportunidades anteriores, que el cierre de brechas es solo una medida de equilibrio interno. Destaca, sin embargo, que los hechos que están vinculados a la economía internacional también son relevantes para efectos de la decisión del Consejo. En ese sentido, sostiene que el escenario de bajo crecimiento en el mundo desarrollado continúa afectando las perspectivas de la política monetaria en esas economías. Menciona, asimismo, que la trayectoria de la propia política monetaria no debe ser inmune a lo que pasa en el resto del mundo. De otra manera, plantea que el tipo de cambio nominal y la cuenta corriente a precios de largo plazo de tendencia de la economía chilena podrían alejarse de lo que sería una trayectoria hacia un equilibrio sostenible.

Pese a lo anterior, descarta, en esta oportunidad, introducir una pausa en el aumento de la TPM. Sobre el particular, comenta que la señal del Consejo en la RPM anterior, en cuanto a que se transita hacia una fase menos acelerada de normalización de la política monetaria, aunque sorprendió a algunos, fue bien recibida por el mercado. Con todo, estima que si bien la introducción de una pausa parece prematura, el comunicado debería dar cuenta que la introducción de ellas no se descarta en el futuro.

Por todo lo anterior, el Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que su voto es por elevar la TPM en 25 puntos base.

El Presidente señor José De Gregorio indica que el panorama de actividad no ha sido muy distinto del presentado en el último IPoM, por cuanto la producción, la demanda y el empleo han seguido manteniendo un crecimiento vigoroso, lo que hace prever que las holguras de capacidad se cerrarán en el corto plazo. Consecuentemente, estima que es necesario estabilizar el ritmo de expansión para que sea sostenible y no genere presiones inflacionarias que puedan poner en riesgo la meta de inflación.

Destaca que la inflación ha estado levemente por debajo de lo predicho en el IPoM, afectada por la apreciación del peso y por algunos factores puntuales, en particular, el ítem vestuario. Plantea que este último, al estar incluido en las medidas subyacentes, también ayuda a explicar en parte, los bajos registros de inflación subyacente. Con todo, y tal como se discutió esta mañana, menciona que las fuerzas fundamentales de la economía apuntan a potenciales presiones inflacionarias, debido al cierre de brechas y al paulatino aumento de los índices de costos laborales, lo que es coherente con el dinamismo del mercado del trabajo, y agrega que los elementos que hasta ahora han contenido la inflación difícilmente seguirán contribuyendo con menores presiones sobre los precios locales. En su opinión, el ajuste cambiario ya ocurrió y difícilmente volverá a ocurrir una apreciación como la observada en los últimos meses. Más aún, y considerando las tensiones financieras internacionales, advierte que no se puede descartar un fortalecimiento global del dólar o al menos respecto al Euro. Por último, señala que es importante destacar que el aumento del precio de los alimentos pudiera agregar algo de inflación en los próximos meses, ya que si bien el incremento del precio de los alimentos es un fenómeno ligado a cambios de precios relativos, no se pueden ignorar los efectos de propagación hacia el resto de los precios.

En el ambiente internacional, indica que han vuelto a generarse tensiones financieras en Europa como resultado de la fragilidad fiscal de varias de sus economías, especificando que, durante el segundo trimestre, Grecia fue el centro de las tensiones y hoy día lo es Irlanda. A su juicio, estas turbulencias podrían afectar a otras economías del sur de Europa y estos problemas podrían debilitar más la recuperación europea y del mundo en general, si bien comenta que la información disponible daría cuenta que su efecto global es,



BANCO CENTRAL DE CHILE

por ahora, acotado. Enfatiza que esta es una situación que habrá que seguir monitoreando con cuidado, en especial, dados los potenciales problemas de política económica en una región que aún tiene problemas para coordinar sus políticas en tiempos de elevadas tensiones.

El Presidente señor José De Gregorio destaca que otro desarrollo relevante en la economía global ha sido el inicio de la segunda etapa de relajamiento cuantitativo en los Estados Unidos. No obstante, señala que sus efectos ya se venían sintiendo desde fines de agosto, cuando se anunció que el relajamiento cuantitativo era altamente probable que se iniciara en los meses siguientes, tal como ocurrió. Agrega que si bien esta decisión ha tenido efectos en los precios de los activos financieros globales, sus efectos también han sido limitados, en parte, por la incertidumbre que existe acerca de la efectividad de este proceso.

En resumen, indica que el panorama global sigue presentando una recuperación lenta en las economías avanzadas, con focos de turbulencias financieras y con las economías emergentes creciendo con fuerza. Subraya que la economía chilena sigue en una senda de crecimiento sostenido y que la inflación, acotada en la actualidad, debe mantenerse estable en torno a su meta. Por lo tanto, es de opinión que la política monetaria debería seguir normalizándose y retirando el impulso monetario de manera pausada.

En mérito de lo expuesto, el Presidente señor José De Gregorio expresa que su voto es por subir la TPM en 25 puntos base, para situarla en 3%.

Al concluir, manifiesta compartir los argumentos señalados en la Minuta de Opciones y con quienes lo precedieron para descartar un aumento de 50 puntos base o para la mantención de la tasa de política monetaria, pues, aparte de que no hay argumentos para adoptar dichas opciones, la señal que daría al mercado sobre el proceso de retiro del estímulo monetario sería muy confusa.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio señala que el acuerdo unánime del Consejo es aumentar la TPM en 25 puntos base.

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

162-01-101116 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,0% 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 3,0% anual.

En el ámbito externo, continúan las señales de crecimiento moderado en las economías desarrolladas, que contrasta con el dinamismo de las economías emergentes. En los mercados financieros internacionales, en las últimas semanas se han intensificado las preocupaciones respecto del riesgo de algunas economías europeas, lo que ha aumentado la volatilidad financiera. La lenta recuperación de los países desarrollados continúa siendo un factor importante de riesgo para las economías emergentes. A esto se agregan señales de mayor inflación en economías emergentes y la adopción de medidas para aminorar el estímulo monetario en algunos países de Asia.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En el plano interno, las cifras de actividad y demanda 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, ante una menor inflación de los bienes transables, pero las expectativas privadas se mantienen alineadas en torno a 3% dentro del horizonte relevante para la política monetaria. Con respecto al dólar, el peso se ubica en un nivel similar al de la última reunión.

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."

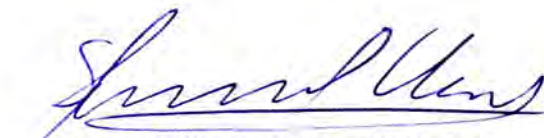
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:20 horas.



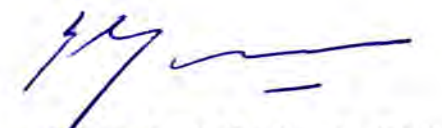
MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero

