



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 100 celebrada el 16 de noviembre de 2006

---

En Santiago de Chile, a 16 de noviembre de 2006, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asisten también:

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

El señor Presidente informa al Consejo, que el señor Ministro de Hacienda ha hecho llegar sus excusas para no asistir a la reunión de la mañana, en razón de las funciones propias de su cargo.

A continuación el señor Presidente fija la fecha de la Sesión de Política Monetaria del mes de mayo de 2007, para el día 10 de ese mes.

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

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



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que en el escenario internacional se destaca que Estados Unidos de América continúa dando señales de desaceleración en su economía algo mayores de lo anticipado, lo que ha sido compensado por una mayor dinámica en la actividad por parte de la Zona Euro y también en Asia emergente.

Señala el señor Lehmann que, por otra parte el precio del cobre mostró una tendencia a la baja, cotizándose en lo más reciente en valores cercanos a US\$ 3,10 la libra. Asimismo, el precio del petróleo se muestra relativamente estable aunque oscilando entre US\$ 57 y US\$ 51 el barril.

Destaca también el señor Lehmann que las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas bajaron durante el mes en torno a 15 puntos base. Hace presente el señor Lehmann que se acentuó el fenómeno a propósito de los datos de inflación en Estados Unidos de América. Sin embargo, se aprecia una fuerte variabilidad durante el mes, primero a propósito de cifras más débiles, posteriormente asociado a cifras más fuertes del sector laboral. Agrega que dicha caída es influida, principalmente, por una debilidad en los indicadores de actividad de los Estados Unidos de América.

Indica el Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann que en términos de mercados emergentes, el panorama durante este mes es positivo, observándose una reducción en el *spread* soberano, una apreciación de las monedas y las bolsas en alza, lo que también ha sido coherente con el flujo de capitales de dichas economías.

Señala que en Estados Unidos de América, en términos de actividad se presentan cifras en el tercer trimestre de este año por debajo de lo que se esperaba, desaceleración ocasionada fundamentalmente por el componente inversión residencial, que muestra una caída bastante importante. Agrega, que también las exportaciones netas han producido una contribución negativa. En cuanto a proyecciones, indica el señor Lehmann, que particularmente para el cuarto trimestre de este año se presenta una alta dispersión. En relación a los indicadores de actividad, señala que éstos han sido negativamente sorprendidos.

Menciona el señor Gerente de Análisis Internacional que, por otra parte, los únicos datos positivos fueron los relativos a ventas de viviendas a fines de octubre, y también la información relativa a empleo. Señala también que los indicadores de precios en general han sido positivos. Lo anterior, se ha visto reafirmado por la publicación en el día de hoy del IPC que fue -0,5%, resultando la variación de ese índice en 12 meses en 1,3%; el IPC *core* en 0,1%, y la variación en doce meses se ubicó en 2,7%. En consecuencia, indica el señor Lehmann que desde el punto de vista de indicadores de precios, las cifras han sido positivas.

El señor Lehmann señala que la compensación inflacionaria recoge cuáles han sido las expectativas en el largo plazo y se observa que a propósito del dato de petróleo fue algo mayor que el que se había mostrado en las cifras anteriores, pero en general, se ha mantenido relativamente acotado, debajo de las cifras que se observaban a mitad de año. Agrega que también ha habido una mayor tranquilidad del mercado respecto a las cifras de la evolución de la inflación.

Comenta el señor Lehmann que en lo que respecta a la Zona Euro, los indicadores de actividad han sorprendido positivamente al mercado, ya que se encuentran por sobre lo esperado, con algunas excepciones particulares como son las ventas minoristas y de servicios. En cuanto a indicadores de precios también hay aspectos positivos y se han observado cifras que han descomprimido la preocupación respecto a inflación. Con respecto a la evolución del PIB, el indicador de sensibilidad económica muestra una alta correlación para el trimestre venidero, por tanto, se podría esperar que si se mantiene esta correlación histórica con dicho índice de sensibilidad, resultaría una cifra más bien positiva.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Respecto a consumo, indica el señor Lehmann que éste ha mostrado una leve recuperación. Por su parte, el sentimiento económico indica que respecto al sector industrial y respecto a servicios se observan cifras positivas y, en cuanto a consumidores la evolución ha sido bastante más plana, concordante también con una demanda interna que ha mostrado una evolución algo más atenuada.

Hace presente también el señor Lehmann que, con respecto a la Zona Euro, se observa que la inflación efectiva presenta una fuerte caída, mientras que la inflación subyacente se mantiene estable. En consecuencia, se presenta un escenario muy similar al de Estados Unidos de América. Señala que en Japón, para el tercer trimestre se destaca primero que los componentes de inversión y de inventarios han sido muy positivos; y, no obstante ello, los relacionados con el consumo han sido más bien negativos. Reafirma que el consumo no ha tenido una trayectoria dinámica, sino que presenta más bien una desaceleración. Sin embargo, las señales indicarían que el componente consumo, tendería a recuperarse en la medida que se observe un mercado laboral que se ha ido estrechando gradualmente. Explica el señor Lehmann que la mayor dinámica está originada por las exportaciones en Japón y la producción industrial alineada con este componente de la demanda. Concluye el señor Lehmann que la inflación en ese país, muestra un escenario parecido al que se observa en el caso de Europa y Estados Unidos de América, en términos de derivados. Indica el señor Lehmann que, para Japón, la inflación efectiva muestra caídas y la inflación *core* se muestra relativamente estable.

En cuanto a la situación de China, el señor Gerente de Análisis Internacional manifiesta que las últimas informaciones dan señales de una desaceleración en la producción industrial, al igual que la inversión de activos fijo, considerando las medidas que han adoptado las autoridades de ese país, tendientes a desacelerar, especialmente, el componente de inversión y estimular el del consumo de la demanda interna. Las cifras que se presentan mostrarían que esta política podría estar dando resultados, pero se están observando tasas de crecimiento extraordinariamente elevadas.

Manifiesta el Gerente de Análisis Internacional que en términos de crecimiento mundial no se observa un cambio en la proyección, ni para el año 2006 ni para el 2007; sin embargo, se presenta algún grado de cambio en la composición de ese crecimiento. Indica el señor Lehmann que Estados Unidos de América está algo más desacelerado; la Zona Euro, si bien ha dado señales positivas, mantiene una trayectoria de crecimiento equivalente a la del mes anterior. Por su parte, Japón se observa marginalmente menos dinámico con un crecimiento como el que se estaba previendo en octubre, en torno al 2,8%, y no se observan cambios importantes hacia el 2007. En cuanto a China, ésta se observa más dinámica de lo que se había pensado, lo que está impulsando al resto de Asia, que también está mostrando una dinámica algo más alta. Menciona el señor Lehmann que en América Latina también se han estado observando revisiones positivas graduales hacia el alza, particularmente, asociadas a Argentina y Venezuela, donde se observa un crecimiento más dinámico.

En relación a precios de *commodities*, el señor Gerente de Análisis Internacional destaca, en primer lugar, que la volatilidad ha tendido a aumentar marginalmente en los últimos días, pero la trayectoria ha sido más bien hacia la baja. El precio del cobre se presenta hacia la baja lo que está relativamente en línea con lo que se había previsto en el *IPoM* de septiembre, por lo cual la proyección respecto al precio de ese metal hacia el futuro no presenta variación en términos significativos, respecto a lo previsto hace un mes. En consecuencia, señala el señor Lehmann, se mantiene la proyección de US\$ 305 centavos de dólar la libra para el 2006 y US\$ 276 centavos de dólar la libra para el año 2007 y para el 2008 US\$ 242 centavos.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Hace presente el señor Lehmann que respecto al precio del petróleo, se ha observado también algún grado de mayor volatilidad, fluctuando en cifras de US\$ 57 y US\$ 61 el barril, lo que tampoco produce cambios en las proyecciones que se están considerando; los futuros siguen en una tendencia positiva, asociada a consideraciones propias del mercado. Los inventarios en general se encuentran estables, aunque los inventarios de destilados han tendido a caer, de acuerdo a lo esperado debido al fenómeno del inicio del invierno en el hemisferio norte. En consecuencia, señala el señor Lehmann, las proyecciones entonces no se modifican, y se continúa esperando un precio promedio de US\$ 67 el barril para este año y US\$ 61 para el próximo año.

Indica el señor Lehmann que el precio de la gasolina se ha movido en línea con el movimiento del precio del petróleo. Por lo tanto, estima que las sorpresas en esta materia no son muy importantes en la medida que eventualmente no se acreciente el clima frío en el hemisferio norte.

En términos de tasa de política monetaria, indica el señor Lehmann que se han observado movimientos durante el mes. En Estados Unidos de América, las expectativas siguen indicando, con una alta probabilidad, que éstas se relajarían hacia fines del primer trimestre del 2007, mientras en la Zona Euro y Japón seguiría aumentando la tasa de referencia.

Indica el señor Lehmann que al observar las variaciones de paridades de un conjunto de economías respecto del dólar estadounidense, se observa en América Latina en general una tendencia mixta; caídas en el tipo de cambio en Argentina y en Chile de la misma magnitud, pero en general los signos son negativos, es decir, se observa una tendencia hacia la apreciación de las monedas respecto del dólar, lo que es particularmente importante en las economías exportadoras de *commodities*, y también, en los países de Asia emergente, destacando en estos últimos la situación de que los bancos estarían interviniendo el mercado cambiario de manera algo más intensa que en el pasado.

Señala el señor Lehmann que en lo que respecta al premio por riesgo, éste ha fluctuado hacia la baja, lo que se encuentra en línea con lo que ha mostrado el bono chileno. Por su parte, las bolsas en la economía G3 han estado positivas, particularmente en la Zona Euro y en Estados Unidos de América. En Japón, en tanto, presentaron una tendencia hacia la baja a propósito de preocupaciones existentes respecto a los indicadores observados en ese país, mostrando posteriormente elementos de recuperación a partir de la información del PIB del tercer trimestre de este año. Asimismo, señala el señor Lehmann que las bolsas de economías emergentes muestran claros signos positivos, particularmente, las de América Latina. Agrega, que en línea con lo anterior, los flujos de capitales han resultado positivos desde la última reunión de política monetaria.

El Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios acerca del escenario internacional.

En relación a los indicadores de tasas de política monetaria presentados por el Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann, el Consejero señor Manuel Marfán, comenta que en el gráfico, en lo que se refiere a Estados Unidos de América, no se muestra la dispersión existente, y le parece que parte importante de las noticias recientes en ese país es que no hay visiones neutras, ya que sólo existen visiones optimistas o pesimistas. Agrega, que un artículo del último número de la revista *The Economist* retrata esa situación y que un indicador que le pareció interesante, muestra que la inversión residencial en Estados Unidos de América, como proporción del producto, a pesar del ajuste que se ha producido, se encuentra muy por encima del promedio histórico, o sea, queda mucho más espacio todavía para



## BANCO CENTRAL DE CHILE

ajustarse a lo que sería considerado normal, argumento que estaría a favor de los pesimistas. Indica el señor Consejero, que entiende que en último término se trata de un promedio porque el precio final del mercado es la mezcla completa de los optimistas y pesimistas. Señala que otro comentario que quiere formular, a propósito de lo mismo, es el hecho que en este momento cada vez se cree menos en los discursos de la Reserva Federal, ya que se trata de meras iniciativas de mercado que no tienen que ver con los comentarios que ha estado efectuando dicha Institución en el último tiempo, lo que en su opinión, también constituye una complicación.

El señor Lehmann responde al señor Consejero que, con respecto al tema de la dispersión, resulta posible construir una función de distribución a partir de opciones, pero no se ha realizado porque no es una forma habitual que se utiliza para presentar este tipo de datos.

El Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que su conclusión es que no existen antecedentes contundentes para cambiar el escenario central, pero que claramente los riesgos son mayores. Agrega, que si sube el riesgo en Estados Unidos de América el *spread* en el resto del mundo debería caer.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que a su parecer, la única diferencia que puede apreciarse es que en los mercados financieros había mucha más tranquilidad; los *spread* se han ido para abajo, lo que en general le parece bien, pero los riesgos financieros se han reducido.

El Presidente señor Corbo agrega que, en general, la parte financiera en el mundo está más tranquila, pero en la parte real existen más dudas, lo que no se refleja aún en los precios financieros, que todavía continúan muy favorables; el flujo de capitales que viene con mayor fuerza, y también en el exterior las bolsas siguen al alza. Indica, que de todas maneras estos procesos se seguirán monitoreando.

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que los datos del tercer trimestre del PIB en Estados Unidos de América no se han analizado. La pregunta que se hace es si éstos son tranquilizadores y qué mensaje entregan respecto de la gran pregunta, de si se trata de un aterrizaje suave o si va a tener otras características.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann, responde al Consejero señor Desormeaux, señalando que esos datos estuvieron por debajo de lo que se proyectaba, ya que se esperaba un crecimiento más elevado. En todo caso, indica que lo tranquilizador es que el consumo ha mantenido una trayectoria más bien positiva, creciendo en torno a 3% trimestre a trimestre anualizado. Agrega, que el gran componente que sorprendió en términos de determinar este crecimiento más bajo, fue el correspondiente a la inversión residencial que cae de manera bastante importante y significativa. Hace presente el señor Lehmann, que la pregunta es si ello podrá tener algún efecto sobre consumo, aún cuando la percepción general es que de todas maneras el efecto sería bastante acotado. Por consiguiente, si bien existe cierta dispersión respecto a cuál va a ser el crecimiento del cuarto trimestre del próximo año, de todas maneras la visión de este escenario base es relativamente positiva, esto es, un crecimiento algo por debajo de 3%.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

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

El Gerente señor Magendzo señala que la actividad del tercer trimestre creció por debajo de lo esperado en el escenario central del *IPoM* de septiembre, materializando el sesgo negativo que se le asignó en ese entonces a la proyección de crecimiento para el 2006. En todo caso, el escenario base más probable sigue apuntado a que la actividad retomaría un mayor crecimiento en el trimestre en curso y durante el 2007, apoyado en condiciones macroeconómicas que se mantienen favorables. Agrega el señor Magendzo que en octubre la variación anual del IPC cayó a valores cercanos al piso del rango meta, en parte importante por la alta base de comparación de igual mes de 2005, lo que se acentuó por los menores precios de los combustibles, reflejada en una variación negativa del IPC en el mes. La inflación del IPCX1 siguió configurando un panorama de inflación subyacente por debajo de lo esperado en el *IPoM* y en la reunión de política monetaria anterior. Menciona también que al mismo tiempo, otros indicadores de tendencia inflacionaria volvieron a descender en octubre. De este modo, para los próximos meses, se espera que, con fluctuaciones, la inflación anual del IPC se mantenga en la parte inferior del rango meta. En tanto, señala el señor Gerente las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen en 3%.

Indica el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que internamente las condiciones financieras continúan ventajosas; el crecimiento anual del crédito se mantiene aún en niveles altos, del orden de 20%, aunque descendió por segundo mes consecutivo. Lo anterior, es coherente con los resultados de la encuesta sobre créditos bancarios del mes de octubre, donde se concluye que las instituciones financieras mantienen estándares flexibles de otorgamiento de crédito en todos los segmentos, al tiempo que perciben un debilitamiento en la demanda por préstamos, especialmente de parte de las grandes empresas y Pymes. Hace presente el señor Gerente mencionado, que otras fuentes de financiamiento de empresas, emisión de bonos y de acciones, se aprecian más dinámicas en el mes, con apertura en bolsa de nuevas empresas y significativos anuncios de emisión de bonos.

Asimismo, las tasas de interés de los instrumentos del Banco Central profundizaron la caída que registran desde comienzos de septiembre, disminuyendo entre 10 y 20 puntos base y alcanzando los BCP-10, valores similares al mínimo histórico. A su vez, las tasas de interés aplicadas en los créditos de consumo y comerciales aumentaron respecto del mes de septiembre, no obstante, que siguen por debajo de los registros de comienzos de año. Menciona también que la trayectoria de las tasas de los documentos locales ha coincidido, en general, con la de sus similares externas, en particular, con la de los papeles nominales y reales a diez años de Estados Unidos de América.

Señala el Gerente de Análisis Macroeconómico que el indicador de la bolsa local, IPSA, continúa marcando máximos históricos, acumulando en el año una rentabilidad de 24,1% medida en pesos y de 20,8% en dólares —3,8% en el último mes—. Comenta el señor Magendzo que en esta evolución del IPSA incidió, además del desempeño de las bolsas extranjeras, los positivos resultados corporativos del tercer trimestre. Respecto de esta situación, señala el señor Gerente que la información de las Fecu indica que la rentabilidad de las empresas alcanzó máximos históricos durante el año, de 18% al tercer trimestre. Agrega el señor Magendzo, que aunque parte de ello ha sido explicado por las utilidades de las empresas mineras, al excluirlas de la medición, la rentabilidad total se mantiene en torno a 10% el último año. Los flujos de caja de las empresas, disponibles para inversión como razón de sus activos, acumulados al tercer trimestre de este año, sigue en niveles elevados, aunque algo menores a los máximos del segundo trimestre.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica el señor Magendzo que el tipo de cambio, tanto nominal como real ha disminuido en las últimas semanas, evolución similar a la que se ha observado en las monedas de otras economías emergentes y exportadoras de productos básicos. Por otra parte, el peso se ha apreciado 2,1% con respecto al dólar desde la reunión anterior, apreciación que ha sido algo menor frente a canastas de monedas: 1% frente al TCM y al TCM-5, y 0,6% frente al TCM-X.

Comenta el señor Magendzo que la actividad del mes de septiembre profundizó el débil desempeño del tercer trimestre del año, con un crecimiento anual de 2,8%. Agrega que eliminado el efecto calendario, días hábiles, esta cifra fue cercana a 4%, que si bien es algo mayor a la del mes previo que era de un 3%, sigue por debajo de los registros del primer semestre del año. Señala que en septiembre, tal como lo fue a lo largo del mismo periodo, la mayor debilidad de la actividad se concentró en la minería y la industria. Indica el señor Magendzo que en minería, la caída anual de la actividad estuvo influida por el efecto del derrumbe en Codelco. Por otro lado, en industria continuó la caída de sectores transables y, en especial, de aquellos destinados a la inversión. En todo caso, señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, el escenario más probable sigue apuntando a que durante el trimestre en curso y el 2007 el crecimiento de la actividad sea mayor. Ello se apoya en el favorable escenario externo; a las aún ventajosas condiciones financieras; el mayor impulso fiscal esperado para el 2007; la evolución reciente del mercado laboral; y, la caída en el precio de los combustibles. Indica el Gerente señor Magendzo, que a todo ello se sumaría que varios de los factores puntuales que afectaron negativamente la actividad durante este año no se repetirían, en particular, aquellos identificados en el sector minero y agrícola. Con todo, dada la evolución reciente de la actividad, persiste el riesgo de que el menor dinamismo de la economía se prolongue más allá de lo esperado, y, por ende, la actividad tarde un tiempo más en retomar mayores tasas de crecimiento.

Señala el señor Magendzo, que en el último mes se siguieron acumulando noticias positivas respecto de la evolución de la inversión, lo que podría indicar que el riesgo asociado a ella, que se señaló en el *IPoM*, estaría desapareciendo. Menciona que la información del catastro de inversión privada de octubre indicó una corrección al alza en el valor de los proyectos del orden de 12% para el 2007 y 7% para el 2009, correspondientes a nuevas inversiones en los sectores energético y minero. Comenta el señor Gerente que para el 2006 no se observaron modificaciones relevantes en el crecimiento estimado para el año, aunque sí algunos cambios en la composición sectorial, más en proyectos en industria y energía y algo menor en minería. Por su parte, las ventas de viviendas en el Gran Santiago, de acuerdo a los datos proporcionados por la Cámara Chilena de la Construcción, presentaron una variación de 1,9% anual en septiembre, 8,7% en agosto y -6,5% en julio, al mismo tiempo que los meses necesarios para agotar el stock se estabilizaron, tras aumentar durante casi todo el 2006. Asimismo, otra fuente de información del sector inmobiliario, Collect, indicó una trayectoria de las ventas similar para el tercer trimestre, pero con un descenso en el número de meses para agotar el stock. Hace presente que contrasta con lo anterior, el relativo menor grado de avance de la inversión del gobierno central en lo que va corrido del 2006, que se observó con mayor intensidad en el primer y tercer trimestre.

Por otro lado, en el mes de octubre, las importaciones de bienes de capital continuaron mostrando una recuperación de sus niveles, totalizando US\$ 698 millones, US\$ 603 y 633 millones en agosto y septiembre de este año, respectivamente. Agrega, que su tasa de variación anual, en todo caso, fue negativa: -7,7%, principalmente, por el efecto de la alta base de comparación, dado que en octubre del 2005 se verificó la mayor parte de la internación de buses para el Transantiago. De hecho, de descontar este evento de la base de comparación las importaciones de bienes de capital aumentaron 16,5% anual en octubre.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

En septiembre, los indicadores parciales de consumo, con su volatilidad habitual, apuntaron a tasas de crecimiento anual algo menores a las del primer y segundo trimestre. Este comportamiento fue similar en los bienes habituales y durables. Por su lado, en octubre, el valor de las importaciones de bienes de consumo aumentó 25% anual, valor superior al registrado durante el tercer trimestre del año.

En su exposición, el señor Magendzo hace presente que las expectativas de hogares y empresas no tuvieron cambios relevantes en el mes de septiembre. En el caso de los consumidores, el Índice de Percepción Económica sigue cercano a los valores considerados neutrales, aunque se ubicaron algo por debajo de las del mes anterior, 48,8 en el mes de octubre; y 49,9 en el mes de septiembre. Por otro lado, las expectativas de los empresarios, medidas a través del indicador mensual de confianza empresarial, se mantuvieron optimistas, alcanzando a 54,4 puntos, 0,2 punto superior al mes de septiembre.

El señor Magendzo menciona que en el tercer trimestre del año, el crecimiento anual del volumen de las exportaciones industriales, excluidos productos básicos, harina de pescado y celulosa, aumentó respecto del trimestre anterior: 17% versus 10% en el segundo trimestre. Agrega, que durante octubre, el valor de las exportaciones creció, en términos anuales, algo menos que en el mes de septiembre. Por su parte, los envíos mineros siguieron impulsados por el alto precio del cobre. Señala que en cuanto a las importaciones, además de lo ya dicho para las de capital y consumo, las de bienes intermedios crecieron algo más, a pesar de las menores internaciones de petróleo. De este modo, las exportaciones alcanzaron durante octubre a US\$ 4.997 millones FOB, 43,9% anual, mientras las importaciones llegaron a US\$ 3.259 millones FOB, 13,4% anual.

Asimismo, señala el Gerente mencionado, en el mercado laboral las cifras del Instituto Nacional de Estadísticas del trimestre julio-septiembre mostraron un mayor crecimiento del empleo, con una variación anual que aumentó hasta 1,4% y un importante incremento en términos de velocidad trimestral. Agrega que en términos de niveles desestacionalizados, persiste el aumento del empleo asalariado y dejó de disminuir el empleo por cuenta propia. También se destaca la tendencia al alza en el crecimiento del empleo industrial, que es coincidente con lo que entregan otras fuentes de información como la Asociación Chilena de Seguridad y la Sociedad de Fomento Fabril, y el de la construcción. Al mismo tiempo, menciona que la tasa de desempleo continuó con la tendencia decreciente que ha registrado todo el año, situándose en 7,2%, descontada estacionalidad; 7,6% el trimestre móvil precedente y 9,1% un año atrás. A su vez, la tasa de participación cayó nuevamente, 54,5% julio-septiembre; 54,7% el trimestre móvil anterior, con lo que se sitúa en niveles similares a los de comienzos del 2004.

Continúa la exposición del señor Magendzo, señalando que en septiembre la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales no tuvo mayores variaciones respecto del mes de agosto, aunque su velocidad cayó; el costo de la mano de obra se ubicó por segundo mes en 5%, mientras la tasa del Índice del Costo de la Mano de Obra Resto lo hizo en 4,4%, 0,2 punto porcentual por sobre el registro de agosto. Asimismo, la tasa de variación anual de los costos laborales unitarios disminuyó respecto del mes anterior, ubicándose en un rango que va de 2,5% a 7%, dependiendo de su versión. En todo caso, el bajo crecimiento de la productividad medida, dada la evolución de la actividad del tercer trimestre, lleva a un aumento en la velocidad de expansión de los costos laborales unitarios.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Igal Magendzo indica que la inflación anual del IPC cayó hasta 2,1% en el mes de octubre; 3,8% en el mes de agosto; y 2,8% en septiembre. Ello, producto tanto de la alta base de comparación de igual lapso del 2005 como del efecto negativo que ha tenido el menor precio de los combustibles. A lo anterior, se ha sumado un panorama de inflación subyacente muy acotado. En los meses venideros la inflación del IPC retornaría transitoriamente a valores más cercanos a 3%, manteniéndose





## BANCO CENTRAL DE CHILE

luego en la parte inferior del rango meta. Esto implica un escenario de inflación de corto plazo que es bastante menor al proyectado en el *IPoM* de septiembre.

Menciona el señor Magendzo que en el mes de octubre de este año, el IPCX1 y las distintas medidas de tendencia inflacionaria continuaron mostrando descensos en sus tasas de incremento anual. Por otra parte, la variación anual del IPCX1 llegó a 2,4% en agosto; 2,2% en septiembre; y 2,1% en octubre, con una velocidad de expansión que se mantuvo en cifras del orden de 2% anual. Menciona que simultáneamente, las tasas de variación de los indicadores alternativos, medias podadas e IPCX2, continuaron disminuyendo.

Hace presente también, que las distintas medidas de expectativas de inflación a un año plazo continuaron por debajo de 3%, mientras las de largo plazo se mantienen en torno a 3%. Agrega, que la compensación *forward* promedio entre uno y dos años plazo mantuvo la trayectoria decreciente que registra desde hace unos meses, alcanzando a 2,3%. Por otra parte, aquéllas a plazos mayores, de 2 a 5 años y de 5 a 10 años, luego de aumentar, hacia fines del mes de octubre entre 20 y 30 puntos base, en la actualidad se ubican en torno a 3%. Indica el señor Gerente que la Encuesta de Expectativas Económicas mostró una inflación anual que cae desde 3,1% a 2,9% para diciembre de este año. Sin embargo, a un año plazo pasó de 2,7% a 2,9% y a dos años sigue en 3%.

Señala asimismo, que las expectativas para la tasa de política monetaria, que se deducen de la curva *forward*, siguen aplanando la trayectoria esperada para dicha tasa, especialmente, en el mediano plazo. Para el mes de diciembre de este año, se espera que la tasa de política monetaria se encuentre en 5,3% y en 5,5% en diciembre del 2007; 5,3% y 5,6% un mes atrás; 5,4% y 5,9% en el mes de septiembre. En tanto, señala el señor Magendzo, que de la Encuesta de Expectativas Económicas, se desprende que la mencionada tasa se mantendría en 5,25%, prácticamente, durante todo el 2007, subiendo en diciembre de ese año 25 puntos base, constituyendo la única alza en 24 meses.

Por último, indica el Gerente de Análisis Macroeconómico, que para el PIB y de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas, se anticipa un crecimiento de 4,5% este año; 4,7% el mes anterior, y se mantiene en 5,3% para el 2007.

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

El Consejero señor Manuel Marfán, señala en relación a las expectativas de inflación, que entiende que éstas han caído en la apreciación del staff. El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Madgenzo indica que esta apreciación es la que se refleja en la encuesta de expectativas y no se trata de una medición propia del Banco. El señor Rodrigo Valdés comenta que en realidad la pregunta es si nuestra proyección también corresponde a la medición de la encuesta de expectativas de mercado, lo que es efectivo.

El Consejero señor Marfán indica que le parece interesante conocer en cuánto estaría creciendo el consumo nacional. El Gerente señor Madgenzo señala que aún no se tiene esa cifra para el tercer trimestre, ya que el Departamento de Cuentas Nacionales de la Institución se encuentra trabajando en ese tema, de modo que apenas se tenga esa información obviamente se comentará.

El Presidente señor Vittorio Corbo consulta al señor Madgenzo si tiene el gráfico sobre importaciones de bienes de capital, sin los datos del Transantiago. El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que no tiene el gráfico mencionado, pero que en todo caso la cifra es del orden de 160 millones de dólares que se importaron en el mes de octubre y la variación en 12 meses fue de 16%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Marfán, respecto del tema del Transantiago, señala que debiera elaborarse una serie de importaciones de bienes de capital, excluyendo los grandes proyectos, puesto que cuando un gran proyecto aumenta las importaciones de bienes de capital se señala que éstas están subiendo, y cuando están cayendo, se omiten y en consecuencia, en su opinión, hay que ser ecuánime hacia los dos lados.

El Gerente señor Igal Madgenzo señala que cuando se anunciaron las importaciones del Transantiago, que nos sorprendieron, se calculó a cuánto ascendían, se hizo una proyección y se reportaron las cifras descontando este proyecto, y también cuando aumentaban.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que respecto al avance del presupuesto de inversión del Gobierno, se aprecia una tendencia a través de los años a ejecutar una cantidad menor de lo presupuestado. Indica que no existe seguridad de la razón por la que se produce esa tendencia, y agrega que a contar del año 1999 y hasta el 2005 se aprecia esa menor inversión. Menciona que el año 2006 se encuentra por debajo de los años anteriores, o sea, el presupuesto se está ejecutando a un ritmo menor que el presupuestado y menor que el ejecutado en los años anteriores. Agrega que esta subejecución se estima que es del orden de una décima de PIB para el año. Concluye el señor Madgenzo, señalando que si se hubiese ejecutado al mismo ritmo del año 2005, se contabilizaría una décima más de PIB para el año 2006.

En cuanto a crecimiento, el Consejero señor Manuel Marfán manifiesta que en un informe similar que se había preparado para el *IPoM* se señaló que la revisión hacia abajo de la proyección de crecimiento de este año, debía rebotar en un mayor crecimiento en general. Indica que no se trataba de temas estructurales sino que transitorios, y agrega que la corrección que se estaría haciendo entre el *IPoM* de septiembre y el mes de noviembre, correspondiente a medio punto del crecimiento del producto interno bruto debiera, con los elementos que están influyendo en él, rebotar también en un plazo razonable en el futuro.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Madgenzo señala que parte de la evaluación que se había efectuado en el *IPoM* se mantiene, en el sentido que hay términos puntuales que se estima que se van a revertir.

El Consejero señor Marfán señala que quiere formular una hipótesis, ya que no tiene la información. Indica que supone que no existe una desaceleración del producto potencial, y que no existe ningún elemento estructural importante que la esté afectando. Agrega que si ello es cierto, se trata de *shocks* de oferta que son reversibles, y entonces pensaría que habría que dar una mirada a la demanda agregada. Al respecto, agrega que desea saber si ello es así. Agrega que ahora se está sumando medio punto más para el año respecto del *IPoM* y en ello no hay nada que nos haga pensar que va a rebotar, porque es un elemento más de debilidad en el crecimiento de la industria.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El Gerente de División Estudios señala que la consulta del Consejero Marfán es complicada. Sin embargo, en su opinión, las noticias de septiembre fueron genuinamente malas, y no tienen el carácter de una caída. Agrega que igualmente más allá del tamaño de la brecha que se esperaba para el próximo año, respecto a lo que se conocía, la proyección incluye un rebote muy importante, que se basa en el juicio que alguno de los temas que están pasando, o bien rebotan o se repiten. En consecuencia, en el caso por ejemplo del consumo, que fue algo menor en el tercer trimestre de lo que se está proyectando, puede pensarse que hay razones para ese rebote.

El Consejero señor Marfán comenta que habría que hacer la diferencia entre lo que se conocía hasta el *IPoM* y lo que se sabe a partir del mismo. Señala que la respuesta del Gerente de División Estudios puede corroborar que lo más probable es que la brecha del PIB del próximo año, si es que no hay elementos del producto potencial que nos hagan revisar el PIB potencial, debiera ser más alta que lo que se preveía en el *IPoM* pasado, en una magnitud difícil de precisar, por ahora.

Por otra parte, en cuanto al impulso monetario, el señor Marfán señala que de acuerdo a la información que se ha entregado, las tasas de interés nominales - que se mantienen relativamente estables - significan un aumento de la tasa de interés real cuando se corrige por expectativas de inflación más baja a plazos relativamente breves. Agrega el señor Consejero que deduce de la pura aritmética y sin sacar conclusión de fondo alguna, que mantener la tasa de política monetaria con expectativas de inflación a la baja, significa subir la tasa de política monetaria real. Es decir, la Ley de Taylor se encuentra funcionando, en el sentido que se debiera mantener el impulso monetario y cambiar la tasa de política monetaria de acuerdo al cambio de las expectativas. Señala que mantener significa, en términos reales, que sería mayor que hace un mes atrás. El Gerente de División Estudios señor Valdés manifiesta que lo señalado por el Consejero señor Marfán concuerda con lo señalado anteriormente.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Beltrán De Ramón señala que quiere hacer un comentario sobre lo que está sucediendo con la inflación, en un horizonte que va de 13 a 24 meses. Agrega que se cuenta con algunos datos duros, respecto de que algunos agentes financieros se están desprendiendo de papeles en UF a dos años, porque creen que la inflación va a la baja. Sin embargo los que tienen papeles a un año, no solo institucionales, sino que también podría tratarse de Fondos Mutuos o Bancos, no han estado vendiendo dichos papeles. En consecuencia, le parece que lo que ha ocurrido es que la inflación de 13 a 24 meses no refleja lo que debería esperarse, esto es, algo no muy distinto a 3%, pero tampoco la de un año, ya que si uno lee estos títulos la compensación inflacionaria estaría alrededor de un 2%, que es lo que espera el mercado. No obstante, en su opinión, cualquiera sea la medida que se adopte, la inflación debería estar alrededor del 1,5%.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que independientemente de la proyección del *staff*, analizando las proyecciones externas lo que se conoce es que para la proyección uno en uno el efecto sería de un 3%.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:40 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 100.

Se deja constancia que siendo las 16:20 horas, se incorpora a la Sesión el señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco B.

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

El señor Gerente de División mencionado informa lo siguiente:

En la reunión de política monetaria de octubre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual, nivel que mantiene desde julio pasado. En la decisión se consideró que la actividad seguía mostrando un dinamismo reducido y la inflación era menor que la esperada. Se comunicó que por un tiempo prolongado, podrían no ser necesarios nuevos incrementos en la tasa de política monetaria para mantener la inflación proyectada en torno a 3% anual.

Señala el Gerente de División Estudios que, desde la última reunión, las principales novedades son las siguientes:

- En el lado externo, el menor dinamismo de Estados Unidos de América se sigue compensando por la mayor fortaleza de otras regiones, en particular Europa. Las condiciones financieras continúan favorables y los precios alcanzados por el cobre y el petróleo no modifican el cuadro de disminución gradual.
- En el ámbito interno, se han profundizado las principales tendencias y novedades observadas en los últimos meses. La economía siguió mostrando un bajo dinamismo, por debajo de lo esperado en el escenario central. En el tercer trimestre, el consumo continuó creciendo con relativa fuerza, mientras la inversión en capital fijo desestacionalizada presentó un repunte luego de dos trimestres en declinación. La inflación del IPC ha disminuido, al igual que la que miden los indicadores subyacentes y de tendencia. Las sorpresas a la baja en el IPCX1 son relativamente generalizadas entre productos.
- En este cuadro, ha continuado el ajuste hacia abajo de la estructura de tasas de interés, tanto nominales como reales. Ello refleja tanto movimientos de tasas externas a la baja, como un aplanamiento sustancial de las expectativas para la tasa de política monetaria en los próximos trimestres.
- Las proyecciones de corto plazo dan cuenta de un aumento relevante de la actividad y de la demanda interna durante este trimestre y el próximo. Aunque los supuestos que sustentan estas proyecciones son razonables, los riesgos son a la baja. En el caso de la inflación, las proyecciones dan cuenta de un escenario de inflación reducida en el corto plazo, en la parte inferior del rango meta. Las expectativas privadas a uno y dos años también muestran un panorama de inflación reducida.

Señala el Gerente de División Estudios señor Valdés, que con los antecedentes disponibles, es difícil justificar una opción distinta a la de mantener la tasa de política monetaria en esta reunión.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Se puede descartar como opción un aumento de la tasa de política monetaria hoy, considerando que el escenario central del *IPoM* ya contemplaba mantener dicha tasa por un tiempo prolongado y que las novedades apuntan hacia menores presiones inflacionarias que las proyectadas en ese escenario. La demora que la reacceleración ha tenido hasta ahora, los riesgos de que ello se repita, y la menor tendencia inflacionaria actual, hacen evidente la inconveniencia de un aumento de la tasa de política monetaria.

Menciona el señor Valdés que, por otro lado, puede argumentarse que, de no darse el cierre de holguras considerado, la reducida inflación actual podría ser bastante persistente. En principio, esto podría requerir de un mayor impulso monetario. Sin embargo, considerando que esto es por ahora sólo un escenario de riesgo, que ha aumentado su probabilidad de ocurrencia, también puede descartarse la opción de disminuir la tasa de política monetaria hoy. Agrega el Gerente de División Estudios que en efecto, las condiciones macroeconómicas siguen propicias —e incluso mejores en algunas dimensiones— para un mayor crecimiento. Las favorables condiciones financieras internas, el mayor gasto fiscal del próximo año, la persistencia del menor precio del petróleo, las intenciones de aumentar la inversión en proyectos, en particular en energía, y la no repetición de hechos puntuales que han impactado en la producción, apoyan un mayor dinamismo hacia delante. Las proyecciones a corto plazo para la actividad y algunos datos efectivos de la coyuntura apoyan esta evaluación.

Señala el Gerente de División Estudios, señor Valdés que tampoco hay por ahora riesgos de desanclaje que ameriten una acción de política. Si bien la compensación inflacionaria para el horizonte de proyección de 12 a 24 meses está por debajo de 3%, las expectativas de la encuesta a analistas y las medidas de compensación a mayores plazos, siguen ancladas en torno a 3%.

Menciona el señor Valdés que, en suma, la coyuntura que se enfrenta en esta reunión, no parece especialmente compleja para la decisión misma de hoy sobre la tasa de política monetaria. De hecho, una acción distinta a mantener, sería muy sorpresiva y extremadamente difícil de explicar, en parte, porque la comunicación del Banco Central ha sido relativamente explícita en cuanto a la evolución futura de la tasa de política monetaria.

Sobre el particular, el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, menciona que la información disponible sí da cuenta que el signo de los próximos movimientos de la tasa de política monetaria se ha vuelto más incierto, aunque en el escenario central sigue contemplando un alza luego de un periodo bastante prolongado. Esta tensión ya se refleja en los precios financieros, las encuestas y la observación de algunos analistas. En vista de ello, parece necesario revisar nuevamente el sesgo implícito del comunicado de la reunión.

Finalmente, hace presente el señor Valdés que, al respecto, hay varios elementos que considerar:

- Primero, el mercado ha ajustado fuertemente la estructura de tasas de interés nominales frente a las novedades acumuladas, y la propia comunicación del Banco Central de Chile, en una magnitud comparable a la menor inflación proyectada a un año plazo. Este ajuste le quita urgencia a cambios radicales al comunicado.
- Segundo, parece conveniente evaluar si el sesgo al alza, entendido como el signo probable del próximo movimiento, que se mantiene hasta hoy, es necesario. Si la expectativa de un próximo aumento de la tasa de política monetaria es relativamente lejana en el tiempo, lo que es parte del escenario central, no parece tener mayor sentido mantener dicho sesgo. Si adicionalmente se estima que hay una probabilidad significativa de un recorte en el futuro, sería conveniente eliminar ese sesgo.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

- Tercero, cabe evaluar si el comunicado restringe en exceso la posibilidad de implementar cambios futuros. En la medida en que se estime que será necesario realizar ajustes a la tasa de política monetaria relativamente pronto, por nueva información que se acumule, sería conveniente reducir el grado de compromiso de mantención implícito que tiene el comunicado al hablar de tiempos prolongados.

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

El Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel hace presente que el último mes ha traído novedades que ahondan una brecha entre las condiciones internacionales que enfrenta la economía chilena – que siguen muy favorables – y el desempeño de la actividad doméstica. Agrega que aunque una parte de la caída del producto efectivo doméstico, se debe a hechos puntuales claramente identificados, que se van a revertir en el presente o en trimestres venideros, el componente más persistente de la caída en la tasa de crecimiento es aún muy incierto, no se conoce su grado de persistencia y no se han identificado bien todavía los factores que lo determinan. Candidatos para explicar el componente más persistente de la caída no anticipada del crecimiento del producto no faltan: desde factores de confianza y espíritus bestiales asociados al primer año de un nuevo gobierno y un mayor celo en el cumplimiento de regulaciones generales y laborales, hasta un mayor impacto (más de lo esperado) del doble *shock petrolero-gasífero*; desde la apreciación del tipo de cambio real en los últimos tres años, hasta los retornos decrecientes de aperturas y reformas pasadas, reflejados en reducciones en la tasa de inversión, o en la tasa de aumento de la tasa de política monetaria.

A este nuevo escenario real se agregan novedades en inflación total (asociadas a la deflación de precios del petróleo) y en las medidas de inflación subyacente (de más difícil identificación causal, aunque coherentes con la caída en las tasas de crecimiento del producto y de la demanda agregada).

Al mismo tiempo, ha habido novedades negativas en las expectativas de inflación, particularmente en las encuestas de las mesas de dinero y en la compensación *forward* entre 13 y 24 meses. Considerando que el actual horizonte de política monetaria, definido recientemente por el Consejo, es de “más o menos 2 años”, corresponde mirar las compensaciones *forward break even* entre 1 en 1 año (que está en 2,42%) y de 3 en 2 años (que está en 3,05%), lo que da un promedio simple, de 2,74%, aún muy cercano al centro del rango meta.

Agrega el Gerente de Investigación Económica don Klaus Schmidt-Hebbel, que una posible lectura de los tres conjuntos de novedades anteriores es que la economía se encuentra en una situación no anticipada de debilidad cíclica, que tiene una significancia y persistencia suficiente – vale decir, se extendería por más de un año adicional, que es cuando puede ser afectada por la política monetaria – como para ameritar un cambio de dirección en la tasa de política monetaria. Cabe notar que esto requiere de un diagnóstico que lleve a concluir que el componente no revertido en el corto plazo es tanto lo suficientemente significativo como lo suficientemente persistente como para justificar este cambio de rumbo.

Asimismo, el Gerente de Investigación Económica señala que una interpretación alternativa es que el componente persistente no es lo suficientemente significativo ni persistente como para justificar un cambio de orientación de la política monetaria. Si este diagnóstico se asocia además a una reevaluación del nivel de producto potencial, podría llegarse a la conclusión opuesta. Ello se basaría en considerar que las estimaciones del nivel del producto potencial y de su tasa de crecimiento son más bajas que lo estimado previamente,



## BANCO CENTRAL DE CHILE

lo que podría justificarse en base a las cifras de desempleo desestacionalizado, que a 7,5% constituye el nivel más bajo de desempleo desde el año 1998, estando además medio punto por debajo de las estimaciones más recientes de desempleo natural. Ello llevaría a reevaluar la política monetaria actual, corregida cíclicamente, como más expansiva de lo anticipado en el período reciente, implicando mayores presiones reales e inflacionarias futuras que en ausencia del nivel y la tasa de crecimiento potencial. Y ello podría llevar a una aceleración del ritmo de normalización futura de la tasa de política monetaria, en comparación con lo considerado el mes anterior.

Finalmente, indica el Gerente de Investigación Económica que, considerando los antecedentes disponibles en el presente, es difícil discriminar entre ambas hipótesis (aunque ciertamente serán objeto de un análisis más profundo en la preparación del siguiente *IPoM*). Por ello, suscribe plenamente el diagnóstico que difícilmente se pueden considerar – y comunicar al público – escenarios alternativos al de mantención de la tasa de política monetaria.

El Gerente de División Política Financiera señor Pablo García, señala que concuerda con la recomendación de la Gerencia de División Estudios en orden a que la opción para hoy es bastante obvia en términos de la mantención de la tasa de política monetaria, y que el principal asunto a discutir es la eventual modificación del sesgo implícito que el actual comunicado tiene y que se mantiene desde el último informe. El Gerente de División Política Financiera cree que hay tres puntos que destacar y que dicen relación con la elevada incertidumbre que se tiene para la marcha de la economía en los próximos dos trimestres. El primero se refiere a que el escenario de proyección que se vio en la mañana tiene una trayectoria inflacionaria para la inflación subyacente que, como se discutió, parece ser inferior a la que tiene el mercado, pero aún así considera ya una aceleración en el corto plazo de cifras del orden de dos puntos base anualizados a cifras del orden de tres puntos base anualizados en el curso de aquí a fines de año. Al respecto, comenta que la aceleración de la inflación subyacente está por verse. El señor Pablo García menciona que el segundo punto es que algo similar ocurre con el ritmo de crecimiento de la economía. Indica que para los próximos dos trimestres, el escenario considera un cierre de brechas de prácticamente 5 puntos porcentuales en solamente dos trimestres, y señala que obviamente hay factores puntuales que tienen que ver con la minería y con aspectos que se han detectado este año, pero de todas maneras hay que notar que esto es un ritmo de aceleración en un plazo corto que solamente es comparable a lo que se dio previo al ciclo expansivo de fines de 2000 y de principios de 2004, donde existían condiciones de compresión de la demanda interna y una disminución de *stocks* que eran bastante significativos y que luego se relajaron y motivaron esta aceleración. Agrega el Gerente de División Política Financiera, que a futuro a estos textos puntuales va a ser difícil de argumentar que existe esa fuerza o ese impulso macro retenido que se tenía y que éste se vaya a liberar rápidamente. Finalmente, el Gerente de División Política Financiera se refiere a las dudas que se plantearon en la reunión de la mañana con respecto a qué es lo que ocurre con la situación cíclica en la Reserva Federal. En esta situación, las implicancias para la política monetaria hacen bastante poco factible que se tenga como escenario para la tasa de política monetaria su mantención en un nivel estable por un período prolongado un año o algo así para luego normalizarse. Dicho escenario, que es el piso en el *IPoM* y que en cierta medida se ha mantenido en los comunicados requiere dos cosas: lo primero, que ninguno de estos escenarios de riesgo de corto plazo se materialicen y, lo segundo, es que efectivamente se tiene considerado como un impulso macro hacia delante que la política fiscal en las condiciones internas llegue a un mayor crecimiento de la economía en Chile. Agrega el Gerente de División Política Financiera que hay dos elementos de los cuales se tiene una gran cantidad de incertidumbres asociadas. Finalmente, el Gerente de División Política Financiera agrega que cree que en lo concreto sería muy conveniente que en la actualidad y en el comunicado se dé una señal hacia una mayor neutralidad en el sesgo implícito de los movimientos futuros de la tasa de política monetaria.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco comenta que su intervención va a ser muy breve, ya que le parece que la exposición del *staff* ha sido muy clara y precisa. Respecto a la decisión de política monetaria que corresponde adoptar, señala el señor Ministro que no hay matices. La decisión de mantener la tasa de política monetaria, cree que no tiene competidores y por lo tanto, no vale la pena explayarse en este punto. En cuanto a lo que se le comunica al mercado, señala el señor Ministro que lo resumiría del siguiente modo: más allá de los factores puntuales que han incidido en un menor crecimiento, parece haber una cierta persistencia en el *shock* de bajo crecimiento. Indica el señor Ministro que lo dice en estos términos porque la palabra *shock* es neutral y la verdad es que no se sabe exactamente qué factores atribuirle a este *shock*. Agrega el señor Ministro de Hacienda que, indudablemente, éste ha sido más persistente si se revisaran las conversaciones que se han sostenido en torno a esta mesa desde el 11 de marzo a la fecha. Menciona que, claramente todas las revisiones han sido hacia abajo y eso habla de una persistencia que va un poco más allá de los factores que se pueden identificar. Hace mención el señor Ministro de Hacienda que esto, sumado a la historia de la inflación, la que ya se ha descrito muy bien, configura un escenario en que hay probabilidades bastante mayores que cero de que el próximo movimiento de la tasa de política monetaria sea hacia abajo y no hacia arriba, en un horizonte de mediano plazo. Finalmente, indica el señor Ministro que ésta no es una decisión inminente, pero sí una decisión que bien podría gatillarse más temprano que tarde y, por lo mismo, el comunicado debe reflejar esa situación haciendo un cambio en el sesgo y dando a entender que si se define sesgo como el signo más probable de esa movida de tasa en el futuro, ese sesgo bien puede ser hacia arriba o hacia abajo y, por lo tanto, el comunicado debe entregar esa información con el fraseo adecuado que hable por lo menos de una mantención indefinida y no de un escenario en el cual la movida próxima, más probable, aunque sea distinto en el tiempo, es una movida hacia arriba.

El señor Ministro de Hacienda don Andrés Velasco, señala al señor Presidente don Vittorio Corbo, que este sesgo a su juicio hay que cambiarlo, de modo bastante claro, para que el mercado entienda hoy que se está en un escenario bastante distinto al de hace un mes o dos meses atrás.

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

El Consejero señor Enrique Marshall, agradece al *staff* el material preparado para esta reunión. Señala que las noticias tienden a confirmar el escenario económico que se había visualizado. En el frente externo lo más importante es la desaceleración gradual en los Estados Unidos de América. El crecimiento en otras regiones se mantiene firme, con lo cual las proyecciones de crecimiento global para este próximo año no sufren variaciones.

Por otra parte, el Consejero señor Marshall menciona que el precio del petróleo ha fluctuado en el último mes alrededor de un nivel promedio que se ubica algo por debajo de los US\$ 60 el barril, sin marcar tendencia. Sin embargo persiste un grado importante de incertidumbre sobre su trayectoria futura. El precio del cobre ha descendido en lo más reciente aproximándose a niveles no observados desde junio pasado. Asimismo, hace presente que las cifras de inflación se han moderado significativamente en los países desarrollados. Sin embargo, se siguen esperando ajustes hacia arriba en las tasas de política en Europa y Japón.

Menciona el Consejero señor Marshall, que los mercados financieros permanecen relativamente estables. Agrega, que en Estados Unidos de América las tasas de interés de largo plazo han retrocedido debido a la desaceleración del crecimiento. Indica que para los países en desarrollo las condiciones de acceso a financiamiento externo siguen siendo muy favorables. Asimismo, menciona que en el ámbito interno, los agregados monetarios y





## BANCO CENTRAL DE CHILE

crediticios muestran una desaceleración bastante generalizada en todos los componentes en lo más reciente. En tanto, las tasas de interés cobradas a los clientes se han ajustado marginalmente al alza.

Las tasas de interés de largo plazo han bajado en respuesta a factores tanto internos como externos, con lo cual la estructura de tasas se ha aplanado. Los anuncios de emisiones de bonos muestran cifras importantes y significativas, pero las colocaciones efectivas se ubican todavía por debajo de las materializadas el año pasado.

Indica el señor Consejero, que la bolsa no tuvo avances importantes en el mes, pero acumula alzas significativas en el curso del año. El peso se ha apreciado marginalmente respecto a la última reunión. La demanda agregada mostró un comportamiento flojo en el tercer trimestre, inferior al de trimestres anteriores y por debajo de lo proyectado. Sin embargo, señala el señor Marshall que la inversión que explica parte importante de la desaceleración observada en el curso del año, ha tenido un repunte en el último tiempo. El consumo se mantiene como el componente más vigoroso de la demanda interna.

Menciona el señor Marshall que las importaciones han moderado su crecimiento pero éste sigue siendo relativamente alto, lo que tiende a confirmar la hipótesis de un cierto desvío de la demanda de las importaciones y su consiguiente efecto contractivo. Las expectativas de empresas y consumidores no muestran cambios significativos y permanecen en niveles que se ubican por debajo de los observados a principios de este año.

Las cifras de actividad muestran un tercer trimestre débil, con caídas en los sectores minería e industria. Contrasta con este cuadro el crecimiento de las exportaciones industriales, las que mantienen un importante dinamismo. Con todos estos antecedentes se reafirma el sesgo negativo para la proyección de crecimiento de este año.

Agrega el señor Consejero, que en materia laboral las últimas cifras muestran un crecimiento algo más alto del empleo total a nivel nacional. El empleo asalariado mantiene el dinamismo observado en el último tiempo, y las tasas de desocupación vuelven a disminuir. Los costos salariales exhiben tasas de variación acotadas. Indica que en septiembre la variación nominal del costo de la mano de obra alcanzó el 5%, registro idéntico al del mes anterior y en todo caso el menor del año.

En relación a la inflación, el Consejero señor Marshall indica que el IPC de septiembre registró una variación de -0,3%, por debajo de lo esperado por el mercado. Con ello, la inflación en doce meses volvió a bajar en forma importante para ubicarse en 2,1%. Indica que con la nueva información disponible la variación anual a fines este año se ubicaría en la parte baja del rango meta. Agrega que las medidas de inflación subyacente del último mes, resultaron también inferiores a las esperadas. Por su parte, los indicadores de tendencia experimentaron un descenso. Las expectativas de inflación para plazos cortos aparecen por debajo del 3%, pero para plazos más largos siguen bien ancladas en torno del centro del rango meta. En suma, el actual escenario parece marcado por el débil desempeño de la actividad interna, radicado en medida importante en sectores específicos y por una inflación más baja y acotada que la proyectada con anterioridad.

Indica el Consejero señor Marshall, que las condiciones para la recuperación del dinamismo en los próximos trimestres se ven reafirmadas por la evolución proyectada para la economía global, la persistencia de condiciones financieras ventajosas, los planes de inversión informados por las empresas, la evolución proyectada para el precio del petróleo y la entrada en operación de nuevos proyectos en la industria y la minería. Sin embargo, señala que existen riesgos, más bien a la baja, y por tanto la fuerza con que esta recuperación se materializará tiene asociados grados importantes de incertidumbre. En este contexto, menciona que la única opción razonable es mantener la tasa de interés en su actual nivel, por lo demás es la decisión esperada por el mercado. Se confirma al mismo tiempo la orientación



## BANCO CENTRAL DE CHILE

de la política monetaria, en el sentido que en el escenario más probable, la tasa de instancia de política monetaria se mantendría en su actual nivel, por un tiempo bastante prologando. Si bien la probabilidad asociada a este escenario ha disminuido porque los riesgos han aumentado, sigue siendo el que tiene la más alta probabilidad de ocurrencia asociada. Con todo, a estas alturas no pueden descartarse otros cursos para la política monetaria, los que tendrán que ser evaluados a medida que surjan nuevos antecedentes.

En virtud de lo señalado, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la tasa de política monetaria en su actual nivel de 5,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff*. Señala que la principal noticia en lo externo, respecto a la reunión de política monetaria anterior, a su juicio, es que el rango de crecimiento económico de los Estados Unidos de América para los analistas externos ha tendido a amplificarse hacia abajo, con una mayor densidad de perspectivas pesimistas. Señala el señor Consejero, que esto no requiere modificar nuestro escenario central, pero se debe estar consciente que hay un mayor riesgo para las proyecciones de crecimiento mundial.

En lo interno, indica el señor Marfán, el análisis tiene más matices, si bien se ha profundizado la tendencia a un menor crecimiento en el corto plazo, la probabilidad de un repunte ha mejorado, especialmente por las perspectivas de la inversión. Señala que esto refuerza la idea que no existiría una desaceleración del crecimiento potencial de tendencia, si sin embargo, la nueva información apunta a que la brecha del PIB en el año 2007 podría ser marginalmente mayor a la prevista. Indica que la información proporcionada por el *staff*, en esta ocasión, ha sido especialmente enriquecedora del análisis.

En otro plano, manifiesta el Consejero señor Marfán, continúa la tendencia a una desaceleración de la inflación por debajo de lo proyectado en el último *IPoM*, lo que se verifica también en las medidas subyacentes, en la compensación inflacionaria contenida en los precios financieros, y en la encuesta de expectativas para el horizonte habitual de política. Indica que aunque los resultados de la encuesta apuntan a que las expectativas de inflación están bien ancladas a fines de este horizonte, la compensación inflacionaria se sitúa de manera clara y significativa por debajo del centro del rango meta en el mismo horizonte. La primera implicancia práctica de todo lo anterior, es que para una misma tasa de política monetaria nominal, la tasa real implícita está aumentando.

También, a juicio del señor Consejero don Manuel Marfán, existe algún riesgo de desanclaje de expectativas en el horizonte de política, aunque no para plazos más largos.

Señala el señor Marfán que aunque en esta ocasión votará por mantener la tasa en su nivel actual, no coincide con la apreciación del *staff*, en cuanto a descartar con igual fuerza un aumento como una reducción de la misma en esta ocasión.

A juicio del Consejero señor Marfán, se está acumulando evidencia que no permite descartar tan fácilmente una reducción. Se trata de una opción que requeriría más atención, especialmente en un análisis de error Tipo 2, como se ha discutido en otras ocasiones, es decir, qué pasaría si mantenemos la tasa cuando lo correcto sea reducirla y saber cuáles son los errores que se cometen, versus qué pasaría si se reduce cuando lo correcto sea mantenerla. Indica que evidentemente es que en ese tipo de opciones queda descartada, sin más, la posibilidad de un aumento de tasa. Por lo tanto, no le parece que sea simétrica, hacia arriba y hacia abajo, la opción que se debería analizar en esta oportunidad.

Con todo, habiendo hecho a título individual este tipo de análisis, el Consejero señor Manuel Marfán concluye que lo correcto, en esta oportunidad, es mantener la tasa en 5,25%.



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

El Consejero señor Jorge Desormeaux señala que el completo informe de la Gerencia de División Estudios plantea, en síntesis, un cuadro de estabilidad en el plano externo, donde el menor crecimiento de los Estados Unidos de América es compensado por el de otras zonas económicas y donde las condiciones financieras continúan siendo favorables.

Señala el señor Consejero que en el plano interno el informe presenta un cuadro en el cual se ha profundizado la debilidad de la economía pese a la resiliencia que muestra el consumo y a una moderada recuperación en el tercer trimestre de la inversión en capital fijo. Indica que estos desarrollos unidos a la caída de los precios de la energía han dado lugar a una corrección de todos los índices inflacionarios hacia la baja, incluyendo los de tendencia. Como ha destacado el Informe de la Gerencia de División Estudios, esto no ha desanclado las expectativas de inflación a más mediano plazo. El resultado de este cuadro ha sido un ajuste endógeno a la baja de toda la estructura de tasas de interés, tanto nominales como reales. Este movimiento ha sido reforzado por una reducción de las tasas de largo plazo en el mundo desarrollado.

Por otra parte, señala el Consejero señor Desormeaux que el Informe de la Gerencia de División Estudios plantea un panorama macroeconómico futuro bastante propicio para una reaceleración del crecimiento, incluso a partir del actual trimestre. Las razones son conocidas: favorables condiciones financieras internas, mayor gasto fiscal en el año 2007, menor costo de la energía y un importante repunte de la inversión en obras de ingeniería. Indica el señor Desormeaux que, por ello, y a pesar de que existe el riesgo de que el bajo dinamismo presente pueda extenderse, coincide con que la opción más relevante a considerar en el día de hoy, es la mantención de la tasa. Manifiesta que esta es la expectativa generalizada del mercado y se ajusta también al texto del comunicado de la reunión de política monetaria anterior.

Señala el señor Consejero, que la mantención de la tasa no impide, sin embargo, que la estructura de tasas se haya ajustado endógenamente a la baja frente a la actual coyuntura y esté entregando un mayor grado de impulso a la economía.

Manifiesta el señor Desormeaux, que cree que la pregunta más relevante que se debe abordar en la reunión de hoy, es aquella referida al mensaje que queremos entregar en el comunicado sobre el sesgo implícito de la política monetaria. En este sentido, cree que el comunicado no debe introducir un cambio significativo en relación a la reunión anterior porque hacerlo o insinuar la posibilidad de un recorte de tasa, sería evaluado por el mercado como una señal de mayor debilidad cíclica que la considerada hasta ahora, algo que el señor Consejero considera inconveniente.

Por otro lado, señala que coincide que desenfatizar el signo de futuros movimientos de la tasa de política monetaria, podría entregar al Banco Central de Chile una mayor capacidad de maniobra para enfrentar eventos futuros, cualquiera sea su dirección, en un momento en que la incertidumbre parece ser mayor que en el pasado.

Por lo anterior, el Consejero señor Jorge Desormeaux vota por mantener la tasa de política monetaria en 5,25%, con los comentarios ya señalados sobre el contenido del comunicado.

El Vicepresidente señor José De Gregorio señala que el panorama macroeconómico no es muy distinto al discutido en el mes pasado. En el escenario externo la desaceleración de los Estados Unidos de América no amenaza de manera significativa el dinamismo de la economía mundial.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

Por su parte, señala el señor De Gregorio que se ha consolidado una moderada reducción del precio del petróleo, el que probablemente estará por debajo de lo previsto en el *IPoM*, aunque dadas las fortalezas de la economía mundial, en especial las presiones de demanda del petróleo que provienen de China y Asia en general, hacen improbable una caída más significativa. Indica que todo lo anterior, unido a un moderado aumento de los costos laborales hace prever un escenario inflacionario donde se espera que el IPC se ubique en la parte baja del rango meta. En todo caso, las perspectivas en materia de actividad son que ésta crezca con algo de mayor fuerza hacia el próximo año, aunque probablemente con un escenario de menores presiones inflacionarias que el previsto anteriormente.

Los antecedentes recopilados hasta ahora, sugieren mantener la tasa de política monetaria, aunque a juicio del Consejero señor De Gregorio se debería revisar la estrategia actual, así como su comunicación al mercado, la que se ha denominado como de retiro pausado del impulso monetario.

Señala el Consejero señor José De Gregorio que a diferencia de los meses anteriores donde hubo un recomendable sesgo al alza de la tasa de política monetaria, cree igualmente probable que el próximo movimiento de la tasa de política monetaria, sea tanto al alza como a la baja, tal como se ha indicado en la minuta de opciones. Asimismo, se ve como algo no muy cercano otro movimiento de tasa, lo que ciertamente dependerá de las noticias que se reciban en futuros cercanos. Señala el señor De Gregorio que, sin embargo, en la medida que las presiones inflacionarias continúen débiles, se hace más probable que haya que reducir la tasa de interés para cumplir con nuestra meta inflacionaria.

Por otra parte, una recuperación del ritmo de crecimiento de la actividad, que venga acompañada de aumentos de la inflación proyectada, podría renovar las razones para subir la tasa de política monetaria. Señala que en varias ocasiones ha afirmado que lo ideal es una política monetaria gradual, que pase de fases de alza a períodos de tranquilidad y luego de baja. Indica que, ciertamente no se puede afirmar que pronto entraremos en una fase de baja, sin embargo el cumplimiento de la meta podría sugerir en el futuro un aumento del impulso monetario, con el propósito de alinear la inflación esperada con el centro del rango meta en nuestro horizonte de política. Indica que esa es la virtud de la manera en que conducimos la política monetaria, en la cual podemos apartarnos transitoriamente de una estrategia de movimientos graduales y en una sola dirección de la tasa de interés a la luz de las novedades que se van observando en el desempeño macroeconómico, en particular de las noticias de inflación y sus perspectivas futuras. Señala que éste no es un fenómeno inusual en otros países que siguen metas de inflación. En este contexto se debe evitar caer en la trampa que este tipo de movimientos, no previstos y en dirección opuesta a lo que venía ocurriendo, sean usados como justificación para asegurar que las decisiones pasadas no fueron las más adecuadas. Por el contrario, ellos son una señal de la flexibilidad de la política monetaria y su capacidad de dar respuesta a fenómenos no anticipados.

El Consejero señor José De Gregorio señala que es por lo anterior que su voto es por mantener la tasa y sugerir que se debería comunicar un sesgo neutral respecto de futuros movimientos de tasas.

El Presidente señor Vittorio Corbo agradece la eficiente elaboración de la minuta y el análisis de la Gerencia de División Estudios. Señala que en base a los antecedentes entregados quiere detenerse en las implicancias de política de estas nuevas circunstancias.

Señala el señor Corbo que pese a una coyuntura de actividad débil en el segundo y tercer trimestre, por razones que van más allá de efectos puntuales, los elementos favorables que pronostican una aceleración no han cambiado y sí algo han mejorado. Indica que la economía mundial sigue creciendo a tasas altas, aunque con una recalibración de fuerzas entre los principales contribuyentes, con menor dinamismo en Estados Unidos de



## BANCO CENTRAL DE CHILE

América, reflejado especialmente en el sector vivienda, y mayor de Asia, especialmente Japón, que sorprendió con un buen tercer trimestre, y China. Indica el Presidente señor Corbo que los precios de los combustibles han permanecido en niveles bajos, reduciendo las presiones inflacionarias. Las condiciones financieras siguen favorables e incluso, en el margen, mejores que hace un mes con menores tasas de largo plazo y niveles récord en la bolsa. La expansión fiscal proyectada para el 2007 ha sido recientemente aprobada por el Congreso. La inversión en maquinaria y equipo comienza a crecer nuevamente y hay signos claros de un aumento en las intenciones de inversión para el año 2007. Con todo, señala el señor Corbo que persiste el riesgo que el menor dinamismo de la economía de los últimos dos trimestres muestre más persistencia que lo proyectado.

En relación a precios, indica el Presidente señor Corbo que la desaceleración de la actividad unida a menores precios de combustibles han impulsado la inflación IPC hacia abajo, a niveles menores a los proyectados en el *IPoM* y en la última reunión de política monetaria, esperándose más caídas hacia delante. La inflación subyacente se redujo más de lo proyectado y se espera se mantenga en esos niveles bajos por un tiempo prolongado, posiblemente debido al retraso en el cierre de holguras de capacidad. En paralelo, las distintas medidas de tendencia inflacionaria siguieron mostrando descensos.

Con respecto a las expectativas de inflación de largo plazo, señala el señor Presidente que éstas siguen ancladas en el 3%, aunque las medidas de más corto plazo caen. En cuanto a la tasa de política monetaria, se ha aplanado la curva y se esperan menores alzas hacia delante.

En este escenario, indica que, en su opinión, lo más razonable es mantener la tasa de política monetaria y seguir observando los acontecimientos, tanto en el frente de actividad como de precios, y sus implicancias en inflación proyectada, con el propósito de calibrar la política monetaria para que la tendencia inflacionaria se mantenga en torno al 3% en el horizonte habitual de política. La diferencia en esta reunión de política monetaria está en que es probablemente más incierta la trayectoria futura de la tasas de política monetaria producto de una mayor incertidumbre sobre los acontecimientos futuros, por lo que sería recomendable cambiar en el comunicado la dirección de quitar el sesgo al alza de los comunicados previos. Por consiguiente vota por mantener la tasa de política monetaria.

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, adopta el siguiente Acuerdo:

### 100-01-061012 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual.

### Comunicado

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

El entorno externo relevante para la economía chilena se mantiene favorable. El precio del petróleo sigue estando en niveles menores a los proyectados en el último Informe de Política Monetaria, las condiciones financieras internacionales siguen ventajosas y el precio del cobre, pese a ajustes recientes, continúa elevado.



## BANCO CENTRAL DE CHILE

La actividad interna sigue mostrando un dinamismo reducido, por debajo del previsto y más allá de fenómenos puntuales en la industria y la minería. Sin embargo, el empleo asalariado continúa aumentando, el desempleo se reduce y el consumo sigue creciendo con relativa fuerza. Las condiciones financieras internas permanecen favorables. Estos antecedentes, unidos a la evolución del escenario externo e intenciones de mayor inversión, son coherentes con un repunte del crecimiento en el próximo año.

La inflación anual del IPC disminuyó significativamente, en gran medida por la incidencia del menor precio de los combustibles, y se ubica en la parte inferior del rango meta, por debajo de proyecciones previas. A lo anterior también contribuye una menor inflación subyacente IPCX1 (que excluye combustibles y perecibles, y algunos servicios regulados). Otros indicadores de la tendencia inflacionaria también muestran una declinación y las presiones de costos están contenidas. Estos antecedentes permiten prever que la inflación se ubicará, por algunos meses, por debajo del centro del rango meta. Las expectativas de inflación de largo plazo continúan ancladas en torno a 3%.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Cambios futuros en la TPM para lograr este objetivo dependerán de la nueva información que se acumule y sus implicancias sobre la inflación proyectada.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17.45 horas.



JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente



VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero



JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



ANDRÉS VELASCO BRAÑES  
Ministro de Hacienda



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe