



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 86
celebrada el 13 de diciembre de 2005

En Santiago de Chile, a 13 de diciembre de 2005, 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 y don Manuel Marfán Lewis.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Asisten también:

Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente General, don Enrique Marshall Rivera;
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;
Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic;
Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Información e Investigación Estadística,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini;
Gerente de Mercados Financieros, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda,
doña Bernardita Piedrabuena Keymer;
Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior Gerencia de Investigación Económica;
don Claudio Soto Gamboa; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de junio de 2006

El señor Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de junio de 2006, para el día 15 de ese mes.

El Presidente señor Vittorio Corbo señala que en esta oportunidad, como le ha informado el Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, el Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann Beresi hará la exposición del análisis del escenario internacional y posteriormente el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García efectuará la exposición del escenario nacional.



En consideración a lo anterior, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann Beresi.

II. Exposición

El señor Gerente señala que, respecto al escenario internacional, mirando los eventos del último mes, éste se muestra más favorable de lo que se veía hace un mes atrás. En particular, se observa que la proyección de crecimiento mundial se ha revisado al alza, fundamentalmente por indicadores de actividad en economías desarrolladas que han sido positivos durante el mes, y cifras efectivas de expansión, en particular para la zona Euro y Japón, mejores a lo que se anticipaba. Por su parte, la trayectoria del precio del cobre ha sido más elevada de lo que se preveía mientras que el precio del petróleo ha disminuido levemente durante este mes. Por lo tanto, los términos de intercambio, han exhibido una evolución positiva durante las últimas semanas. Por otro lado, se ha atenuado la preocupación por la inflación en economías desarrolladas, esto fundamentalmente ante reducciones en los precios de combustibles que han llevado a niveles de inflación algo más bajos en las principales economías desarrolladas. Ello ha contribuido a que las tasas de interés internacionales a largo plazo hayan disminuido, aunque en el margen. Agrega el Gerente señor Lehmann, que se mantienen las expectativas de alza de TPM en Estados Unidos de América. El BCE, por su parte, ha subido su tasa de política monetaria por primera vez en dos años. En este contexto, las condiciones financieras externas se han mantenido favorables, sumándose a la disminución marginal en las tasas de interés de largo plazo una evolución general positiva de los spreads soberanos. Asimismo, indica el señor Gerente, los riesgos se habrían atenuado. Destaca los menores registros de inflación de economías desarrolladas que han disminuido las preocupaciones de incrementos más acelerados de las tasas de interés internacionales, aunque de todas maneras se mantiene como un factor de riesgo. También se ha reducido el riesgo respecto de un ajuste en el crecimiento mundial producto de mayores precios del petróleo. Esto, primero, ante la evidencia que la economía mundial no se ha desacelerado no obstante los elevados precios de combustibles y, segundo, debido a que ante la estabilidad mostrada por el precio del petróleo las preocupaciones respecto de su evolución se han reducido. Hace presente también, que respecto a datos particulares, en especial para Estados Unidos de América, se aprecia que la confianza de los consumidores ha tenido una evolución positiva durante el último mes. Respecto al Índice ISM, de Gerentes de Compra, se visualiza una perspectiva positiva tanto para el sector manufacturero como no manufacturero. Indica que en cuanto al empleo, éste ha mantenido una trayectoria positiva. La creación de nuevos puestos de trabajo sigue relativamente sólida. En el mismo sentido, las solicitudes de beneficio de desempleo se han mostrado por debajo de los niveles habituales, lo cual es consistente con lo señalado anteriormente, en cuanto a que el empleo en los Estados Unidos de América se mantiene sólido. Respecto a producción industrial y ventas minoristas, es posible señalar que, descontando los efectos de huracanes durante septiembre, se ha retomado una trayectoria positiva. Señala el Gerente señor Lehmann, que un tema importante que ha recogido cierta atención en el último tiempo se refiere al sector inmobiliario. Al respecto, señala que las ventas de viviendas han seguido mostrando una trayectoria positiva, sobre todo lo referente a viviendas nuevas. Sin embargo en cuanto a precios, indica que existe una atenuación en el ritmo de expansión y eso, determinando un riesgo algo menor respecto de un ajuste abrupto en este sector. En relación al clima negocios en la zona Euro, se aprecia que éstos han mejorado en el margen, particularmente en el caso de Francia e Italia; y en el caso de Alemania mostró una pequeña reversión en el último mes, pero en general la tendencia durante este año ha sido positiva. Respecto al Índice de percepciones de gerente de compras, se observa una situación similar, tanto para los sectores de manufacturas y servicios. Sin embargo, el principal punto de debilidad en la zona Euro es la confianza de consumidores, que se ha mantenido relativamente negativa, dando cuenta de una demanda interna que se ha mantenido débil, lo que ha continuado durante el último mes. Señala que en Japón, por su parte, los indicadores de



actividad han sido positivos. La producción industrial está creciendo de forma sólida, las exportaciones también han mostrado una dinámica positiva, y eso ha contribuido, a un panorama más optimista, particularmente en los últimos meses. Las órdenes de construcción e inicio de viviendas también se han mantenido positivas.

El señor Lehmann hace presente, que en términos globales, las proyecciones de crecimiento muestran revisiones al alza tanto en los países desarrollados como en algunas regiones emergentes, y eso determina que el crecimiento mundial sería una décima más alta de lo que se preveía hace un mes atrás, tanto para el 2005 como para el 2006. Sin embargo, destaca que en el caso de América Latina, dado el crecimiento negativo de Brasil para el tercer trimestre y menor al esperado en el caso de México, su expansión sería algo menos de lo que se proyectaba. Atenúa esta revisión el alza en el crecimiento esperado de Argentina.

Indica también, que en relación a commodities, el precio del cobre ha mantenido al alza. Al respecto, señala que la trayectoria sería algo más elevada de lo que se veía en noviembre. Agrega, asimismo, que el precio del molibdeno también ha mostrado una trayectoria positiva, destacando particularmente la evolución durante este año, en que se ha mantenido sobre US\$ 30 la libra, casi diez veces por sobre su promedio histórico. En cuanto a proyecciones del precio del cobre, el promedio para 2005, terminaría en torno a US\$ 167 centavos la libra. Lo anterior, suponiendo que se mantendrían estables durante diciembre los precios actuales para el cobre, que se sitúan en torno a US\$ 208 centavos la libra. Para el próximo año, se observa una revisión al alza, de algo menos de 10 centavos. Señala que los desarrollos más recientes, no obstante, podrían llevar a nuevos aumentos en la cifra proyectada para el próximo año. En lo que dice relación con el precio del petróleo, éste se ha mantenido relativamente estable en torno a US\$ 60 el barril aproximadamente. Los movimientos en términos de precios futuros respecto a los que se apreciaba en noviembre son bastante marginales, levemente hacia abajo. Respecto a proyecciones, 2005 cerraría con un precio cercano a US\$ 56 el barril. Para el próximo año se prevé un precio similar, suponiendo una trayectoria levemente decreciente en los próximos meses. Agrega, que la lectura para el 2006, se encuentra por debajo de lo que se preveía en noviembre, cuando aún estaba influenciado por la situación derivada de los huracanes en Estados Unidos de América. Respecto al precio de la gasolina, indica el señor Gerente, que en línea con el precio del petróleo, así como también el hecho que se hayan solucionado los problemas de refinación en el Golfo de México, ha mostrado una trayectoria hacia la baja. Más en el margen, en el mercado de Estados Unidos de América, ha mostrado un alza, que tendría asociada un componente de estacionalidad. Sin perjuicio de lo anterior, el señor Gerente señala que la trayectoria en general es más bien tranquilizadora. En línea con ello, la evolución de los inventarios de combustibles para calefacción, muestra una leve recuperación, lo que es importante en consideración del invierno que comienza a enfrentar el hemisferio norte.

En cuanto a inflación internacional, tras las alzas derivadas del aumento en el precio de la gasolina, ha mostrado una reversión. La inflación *Core* en Estados Unidos de América, medida tanto por PCE como por IPC muestran una estabilidad en torno a 2%. En el caso de la zona Euro, se aprecia un comportamiento similar, es decir, IPC aumentando, pero la inflación *Core* se ha mantenido relativamente estable, en este caso, algo por debajo de 1,5%. En cuanto a expectativas para la política monetaria, tanto en Estados Unidos de América como en Europa, el Gerente señor Lehmann señala que, en general, no hay cambios significativos en el último mes. En Estados Unidos de América se aprecia un leve movimiento de la curva hacia abajo. Lo anterior, ante el cambio de lenguaje que se desprende del acta de la última reunión de política monetaria de la FED, pero se mantiene la expectativa de cerrar el próximo año en 4,75%, que de hecho se alcanzaría más bien hacia fines del primer semestre. En el caso de Europa, la trayectoria es muy similar a la observada hace un mes, que ya descontaba un aumento de 25 puntos base para la última reunión. Agrega, que en la curva de rendimiento, respecto al IPoM se aprecia un aumento significativo, pero marginalmente hacia la baja en el último mes, ante las menores preocupaciones respecto de la inflación, tanto en Estados Unidos



de América como en Europa. Indica, que en cuanto a paridades, durante el último período, el dólar se ha mantenido relativamente estable respecto al euro y, se ha fortalecido respecto al yen y en particular. Respecto a monedas de economías exportadoras de commodities, el dólar ha tendido a depreciarse. El premio por riesgo en economías emergentes se mantiene bajo, de hecho algo por debajo de lo que observamos hace un mes atrás, no obstante aumenta en el caso de algunas economías de América Latina.

A continuación, el Presidente señor Vittorio Corbo ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico.

III. Exposición

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Pablo García, señala que desde la última reunión, el buen escenario externo se ha vuelto incluso más favorable y sus riesgos se han moderado, gracias al sostenido crecimiento que se observa en diversas zonas, la relativa normalización del mercado de los combustibles y el fuerte incremento del precio del cobre. Internamente, esto ha influido en tasas de interés de largo plazo algo menores, una apreciación significativa del peso, registros inflacionarios coyunturales bastante por debajo de lo previsto el mes anterior y menores expectativas de inflación. Agrega el señor García, que la expansividad de las condiciones financieras sigue siendo significativa pese al incremento de la tasa de política monetaria. La actividad industrial ha mostrado un menor dinamismo, la demanda interna sigue creciendo fuerte y hay antecedentes de que habrá revisiones al alza en el PIB del sector de comunicaciones de los últimos trimestres. En el mercado laboral siguen disminuyendo las holguras. Para el corto plazo, se espera que la inflación anual se mantenga cerca del techo del rango meta. Así, tanto en la inflación como en el crecimiento anual el escenario de corto plazo vuelve a ser más parecido al contemplado en el IPoM.

El escenario externo se ha vuelto más favorable. No sólo las perspectivas de crecimiento global, el precio del cobre y diversos indicadores coyunturales en las principales economías se muestran más auspiciosos, sino que el precio del petróleo y de sus derivados se ha mantenido estable luego de los fuertes incrementos de meses recientes. Los menores registros inflacionarios y la trayectoria contenida de la inflación subyacente han tendido a acotar el ritmo esperado de incremento de tasas en Estados Unidos de América. De esta forma, las condiciones financieras continúan siendo ventajosas.

Internamente, las tasas de interés de mediano y largo plazo dejaron de subir, incluso disminuyendo en el caso de los documentos nominales. De todas formas, aún sigue el muy favorable acceso al financiamiento de consumo, mientras el crédito comercial sigue dinámico. El impacto de la reducción del impulso monetario de los últimos meses sobre la expansividad de las condiciones financieras se ha visto gradualmente reflejado en las tasas de letras hipotecarias, la postergación de algunas colocaciones de bonos corporativos y el tono menos boyante de las recientes emisiones de acciones.

El peso, en términos tanto nominales como reales, mostró una apreciación adicional en semanas recientes, posiblemente vinculada con los desarrollos regionales y la mejoría de los términos del intercambio. Con esto, el tipo de cambio real se ubica por debajo de varias estimaciones para valores de largo plazo coherentes con términos de intercambio normales.

Las noticias de actividad han sido mixtas. Por un lado, la industria mostró señales adicionales de menor dinamismo, las que son difíciles de atribuir con confianza a factores específicos. Por otro lado, antecedentes preliminares hacen esperar que con la revisión habitual anual, el crecimiento del PIB se incremente en unas pocas décimas debido al dinamismo que muestra el



sector de telecomunicaciones, habida cuenta del cambio que se ve en su estructura productiva. Por el lado de la demanda, no se han visto sorpresas en la formación bruta de capital fijo, mientras en el consumo privado sigue siendo el componente durable el que empuja el gasto de los hogares. El desempeño del mercado laboral en los últimos trimestres, la mayor estabilidad del precio de los combustibles, la mejora en las expectativas privadas, así como las favorables condiciones de acceso al crédito hacen difícil pensar que se dé una situación de debilidad en el consumo agregado hacia delante.

En el mercado laboral destaca la continuada reducción de la tasa de desempleo. Sin embargo, el incremento de la ocupación agregada se detuvo de manera brusca en el último trimestre móvil, coincidiendo con una fuerte caída de la tasa de participación. Esto se vincula posiblemente a factores puntuales, como la caída más intensa en la ocupación por cuenta propia y los menores planes de empleo público. El repunte de las vacantes, luego de varios trimestres de estabilidad, indica que el mercado laboral continúa fomentando una fuerte creación de empleos, situación que también se observa en la encuesta de la Asociación Chilena de Seguridad, y que las holguras siguen disminuyendo.

Otro síntoma de que las holguras del mercado laboral disminuyen es el comportamiento de las remuneraciones y de la productividad. El costo de la mano de obra se expande a tasas del orden de 5% nominal en el margen, mientras la productividad del trabajo se mantiene plana o incluso cae. Este escenario, en todo caso, no ha redundado en presiones inflacionarias subyacentes evidentes. De hecho, la inflación anualizada y desestacionalizada del IPCX1 se mantiene en los últimos cinco meses cerca de 3%, algo por debajo de lo proyectado en el IPoM, en tanto el resto de las medidas de tendencia inflacionaria detuvo su aumento. En el resto de los componentes del IPC, lo que más ha variado ha sido el precio de los combustibles. En esto ha incidido la baja del petróleo a nivel mundial, la contracción del diferencial de refinación y la apreciación del peso. Es importante notar, de todas formas, que el actual esquema de estabilización del precio interno y la política de precios de la ENAP son significativamente menos predecibles que en el pasado. Así, la inflación del IPC se ha ubicado bastante por debajo de lo proyectado hace un mes atrás, a pesar de que los precios de aquellos productos perecibles que incidieron significativamente en meses pasados se han tendido a normalizar de acuerdo a lo previsto.

Concluye el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, señalando que el panorama inflacionario de corto plazo también se ve significativamente más acotado que hace un mes. La inflación del IPC debería mantenerse en torno al techo del rango meta en los próximos meses. Lo que ocurra luego, a partir del segundo semestre de 2006, dependerá crucialmente de la trayectoria subyacente de los precios, la que, como se ha indicado, continúa acotada. Las expectativas privadas, por su parte, han incorporado un panorama inflacionario de mediano plazo que sigue siendo benigno.

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

En relación al escenario internacional, el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann agrega respecto al EMBI Global que, en el caso de Chile, éste se ha mantenido estable y el salto que se observa respecto a un mes y medio atrás es más bien una situación de carácter técnico, pero en realidad la lectura general es que se ha mantenido marginalmente estable, hacia la baja. Al respecto, consulta el señor Ministro de Hacienda si el carácter técnico a que se refiere el señor Lehmann dice relación con CODELCO. Sobre el particular, el Gerente mencionado indica que el bono de esa empresa a treinta años tuvo un spread de algo más de cien puntos base y que eso alteró algo la lectura del EMBI Global respecto de Chile.

4



El Consejero señor Desormeaux, respecto de la situación internacional y a lo expuesto por el Gerente señor Lehmann, señala que sería conveniente separar lo que es la situación de Asia, ya que le parece que un 80% de lo que se presenta corresponde a este último continente.

El Presidente don Vittorio Corbo señala, que en resumen en la parte internacional la situación ha mejorado en el margen, tanto en crecimiento como en materia de riesgos. Estos últimos han disminuido, especialmente en los Estados Unidos de América, Japón y China, y en menor medida también en Europa, por lo que se visualizan mejores perspectivas en los indicadores de confianza empresarial. Agrega que en cuanto a los commodities, el cobre se ha afirmado y el petróleo se ha movido en paralelo, estabilizándose en torno a los US\$ 60.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, hace presente si es posible que el señor Gerente de Análisis Internacional se refiera también sobre el riesgo en el consumo americano, en relación con la situación de los precios del sector inmobiliario. Al respecto, el señor Lehmann indica que estos riesgos se ven algo más atenuados, por cuanto el precio de las viviendas en los Estados Unidos de América se está desacelerando, sin perjuicio de que sigue siendo un riesgo latente. El señor Ministro de Hacienda consulta sobre la clasificación efectuada por Fitch Ratings a Hungría, y si ello tuvo un efecto sobre su spread u otros similares. El señor Lehmann señala, que en general el efecto fue bastante marginal aunque no tiene en este caso un dato específico.

El Gerente de Mercados Financieros, señor Beltrán De Ramón, consulta sobre la situación de Brasil. El señor Lehmann señala que efectivamente se esperaba en ese país una desaceleración en el tercer trimestre la cual fue más alta que la anticipada. Sin embargo, la política monetaria ha estado reaccionando y las perspectivas hacia el 2006, en particular para Brasil, no han cambiado de manera muy significativa antes de conocerse el dato del tercer trimestre, de modo que se atrevería a expresar que, en general, el efecto que pudiera tener eventualmente sobre Chile sería marginal. En esta misma materia, el señor Ministro consulta sobre la razón por la cual Brasil se ha desacelerado. El señor Lehmann hace presente que en los últimos meses efectivamente ello ha ocurrido y eso hace prever justamente un año 2006 más dinámico en relación a este año, en que el crecimiento aparentemente estaría por debajo del 3%. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala que le parece conveniente mencionar la situación de México, que bajó inesperadamente la tasa en 50 puntos base, y que ha tenido un ciclo parecido al de Brasil, en el sentido de haber subido rápidamente las tasas hasta el primer o segundo trimestre de este año.

En materia de mercados financieros, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que las tasas de interés del Banco Central han mostrado un cambio de tendencia bastante marcado desde la última reunión. Menciona que previamente a ello, desde septiembre, se observó un incremento bastante sustancial, que en su momento se explicó por las mismas proyecciones de inflación contenidas en el IpoM de septiembre, como por los registros inflacionarios que se apreciaban en la coyuntura. Agrega que el hecho que el mercado de la gasolina en particular se haya normalizado de manera bastante rápida, y también, en cierta medida el precio del petróleo, ha repercutido en las tasas de interés en Chile, sobre todo en las tasas de interés nominales, las cuales han mostrado una disminución significativa desde la última reunión. Con esto la compensación inflacionaria que se deduce del diferencial de tasas de aquellas reajustables y nominales, ha mostrado una disminución muy importante. Señala que, como es habitual, la magnitud de estos movimientos puede estar reflejando una sobrerreacción respecto de las noticias puntuales de inflación y no cambios de



esa misma magnitud en las expectativas más permanentes. El señor Ministro de Hacienda consulta si el diagnóstico que realiza esa Gerencia presentará una cierta curva de inflación, pero que, posteriormente, como en todos estos casos, ella se revierte. Al respecto, se podría pensar que la compensación inflacionaria medida para plazos más cortos, mientras actúa la curva, sería mayor que en plazos más largos, en que la curva es menos importante. Sobre el particular, el Gerente señor García señala que las proyecciones de inflación anual se van a ir viendo hacia el primer trimestre del próximo año y que en consecuencia, la inflación va a continuar subiendo.

El Consejero señor Marfán, señala que tiene la impresión que la tasa ancla es la nominal y que, por lo tanto, existe mayor premio por riesgo mientras menor es la tasa en UF. En este sentido, piensa que si nuestro instrumento es una tasa de interés nominal y existe credibilidad en la meta de inflación, la tasa de interés ancla de largo plazo es la tasa de interés neutral nominal, y que, en consecuencia la tasa de interés en UF se ajusta respecto a ella. Por lo tanto, a mayor precio por riesgo debiera ser también más elevada, situación que el señor Consejero cree que es un tema debatible. El señor Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera, sobre este mismo punto, cree que se trata de una hipótesis, pero también lo que le parece más coherente con las posturas que se presentan, es que al mercado hay que segregarlo en dos dimensiones: primero, en plazo, esto es inversionistas de corto plazo y de largo plazo; y segundo, en monedas. Agrega que los inversionistas de corto plazo tienden a preferir pesos y que por lo tanto, castigan más la UF y obtienen una compensación menor por inflación. Por su parte, los inversionistas de largo plazo tienden a preferir la UF y por lo tanto, se invierten los premios entre la UF y el peso. Lo anterior, explica que no es el mismo premio inflacionario para una inversión de corto plazo que para una de largo plazo, y que, en este caso, no sucede como otros mercados en que para todos los inversionistas su referencia, por ejemplo, es una curva en dólares. El Vicepresidente señor De Gregorio señala, que el comentario del señor Herrera consiste en que estos premios no tienen que ver con volatilidades sino que con el efecto demanda. Agrega que si se demandan papeles nominales en el corto plazo y por lo tanto la compensación es menor, hay que pagar más por la UF o pagar menos por el nominal.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Pablo García, señala que estos temas están contemplados en los planes de trabajo para el próximo año.

Por otra parte, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García señala, que quizás la variable que más ha sorprendido en el último mes es el tipo de cambio, como lo muestran distintas medidas respecto de diversas monedas y en particular a monedas distintas del dólar.

El Presidente señor Corbo señala, que si se mira desde el año 2002 hasta la fecha se produjo el *peack* del dólar, se ha apreciado mucho más el dólar australiano y el dólar neozelandés. El Consejero señor Marfán cree que no son estrictamente comparables las monedas commodity, ya que Nueva Zelanda que tiene una moneda commodity, a pesar de sus términos de intercambios extraordinarios, tiene un déficit de cuenta corriente del 7% del PIB. En consecuencia, estima que no es un punto de referencia para Chile. Agrega, que los países con monedas commodity tienen desequilibrios elevados de balanza de pagos. Señala el señor Consejero, que tiene la impresión que si parte de los desequilibrios de la economía internacional lo constituyen la situación de las cuentas corrientes de varios países, piensa que el análisis de la economía internacional, quizás hacia futuro debiera incorporar algo relacionado con esas cuentas. El Presidente señor Corbo, sobre este tema señala, en la misma dirección del Consejero señor Marfán, que hace diez días atrás una agencia clasificadora de riesgos



indicó que Nueva Zelanda era más riesgoso por su alto déficit en su cuenta corriente y ello llevó a una depreciación de su moneda tres días después.

Con respecto al tipo de cambio, el Gerente de Mercados Financieros, señor Beltrán De Ramón indica, que lo que ha pasado en el último mes y tal vez en una perspectiva de tasa de Chile con Brasil y de Chile con México, éstas se han reducido desde agosto, 400 puntos base con Brasil y 205 puntos base con México, un poco menos respecto al último mes. Señala, que la correlación no ha sido tan alta como lo fue en el semestre, y lo que puede apreciarse es que la posición MBF que llegó a un máximo de US\$ 5.600 millones en octubre, era una posición compradora de pesos, la que se redujo el día miércoles, según el último dato con que se cuenta, a menos de US\$ 4.500 millones. Lo anterior, puso una presión adicional a los movimientos ocurridos en el mercado local en el día anterior, respecto del dólar, que subió a \$ 516 y volvió a \$ 510.

El señor Ministro de Hacienda señala, que en la última reunión que tuvo en CODELCO se mencionó que por la oferta existente en el mercado por el cobre, se podían asegurar ventas para los próximos seis años. Consulta el señor Ministro, que si en vez de usar un precio de US\$ 0,99 se utiliza US\$ 1,10 o US\$ 1,20, cuánto cambiaría la estimación del tipo de cambio real de equilibrio. El Gerente señor Pablo García señala, que el impacto de 20% o 30% de mayor precio del cobre genera alrededor de un 10%, en términos de intercambio, lo cual puede incidir en 2 ó 3 puntos en el tipo de cambio real más apreciado. Agrega, que se estaría en un punto de consistencia con un precio de US\$ 0.20, que es el piso. El señor Ministro señala que si se le agregan US\$ 0.20 al precio del cobre, según sus cálculos, deberían producirse alrededor de US\$ 1.400 millones más de exportaciones, esto es 1,4 punto del producto, de menor déficit en cuenta corriente, ya sea por términos de intercambio o por tolerancia de cuenta corriente. El señor Ministro de Hacienda indica, que el tema que plantea consiste en el fondo saber qué supuestos de términos están detrás de lo que los privados están haciendo. Entonces, le parece importante conocer, en la mejor conjetura que pueda realizarse, si es muy sensible o no a la estimación más analítica del tipo de cambio real.

El Consejero señor Marfán señala que ha sido muy crítico en esta materia, en las discusiones que se han realizado internamente sobre la manera cómo se mide el tipo de cambio real, procedimiento que acepta porque cree que las órdenes de magnitud al final le parecen razonables, pero no porque esté de acuerdo en la forma como se estima dicho tipo de cambio real. En este sentido, le parece que la pregunta del señor Ministro es un punto bien de fondo, por cuanto no queda claro cómo se mueve ese rango, ya que cada uno de estos modelos de tipo de cambio real responden a lógicas distintas. El señor Presidente Vittorio Corbo señala, que existen incertidumbres acerca del modelo, y piensa que, para resolver esta pregunta, hay considerar que cada modelo tiene un mecanismo de transmisión distinto.

El Consejero señor Marfán señala, que quiere plantear el siguiente aspecto, que consiste en que cuando se habla de diferencial de tasa respecto de Brasil la situación es distinta a la de los Estados Unidos de América. En el primer caso, cuando se reduce el diferencial de tasas respecto de Brasil es un impacto apreciator; en cambio cuando se reduce respecto de los Estados Unidos de América, es una presión depreciadora. Indica, que lo que le parece importante considerar en un análisis, no ahora pero sí más adelante, es que la apreciación del tipo de cambio sería, básicamente, un problema de términos de intercambio, un problema de cuenta corriente, una presión que viene del sector real, lo que puede ser cierto. Sin embargo, lo que ha señalado el Gerente de Mercados Financieros, señor Beltrán De Ramón, es que el fenómeno del tipo de cambio también puede tener una presión financiera exógena, o sea, no vinculada al tema de términos de intercambio.



El Consejero señor Desormeaux, estima que la situación antedicha es un fenómeno de carácter transitorio, porque primero es un ajuste de stocks, ya que la gente estaría reduciendo sus posiciones en Chile las que estaba usando para hacer coberturas con Brasil, y que una vez que llegan al nivel óptimo dejan de tener influencia. En relación a este mismo tema, el Consejero señor Marfán señala que el tamaño de los stocks en Brasil es de tal magnitud que los flujos para Chile, en algún momento, pueden ser sencillamente insostenibles toda vez que nuestra economía no tiene un tamaño con un respaldo para sostener cambios de stocks de Brasil. El Gerente señor De Ramón señala, que la información existente, de acuerdo al chequeo que ha efectuado con Gerentes de Finanzas, es que los extranjeros han estado comprando pesos en los últimos meses y también en las últimas semanas. Sin embargo, se está tratando de averiguar de qué se tratan estas operaciones, para lo cual se requiere la voluntad de los bancos para que informen qué tipo de operaciones se encuentran detrás de estos movimientos. El Presidente señor Corbo señala, que le parece que pueden estar comprando pesos porque tienen un escenario muy optimista con respecto a precios en términos de intercambio. En consecuencia, sería natural que estén efectuando estas compras, y que en este caso no sería por tasa.

El Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera, señala que los dos fenómenos están relacionados porque existe un aspecto de la ecuación que es el diferencial de tasas y cuan correlacionados estarían. Agrega el señor Herrera, que en esta oportunidad se tiene más evidencia, que en ocasiones anteriores, que la acción de los extranjeros ha sido importante por los números que tenemos en los forwards, que no se habían visto en esas magnitudes desde el extranjero, ya que habitualmente se producía el arbitraje por ingreso directo al país o por ADRs. El Presidente señor Corbo indica, que este tema se continuará investigando.

Por otra parte, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor García señala, que respecto a la demanda agregada, el consumo ha tenido una trayectoria que se ve obviamente afectada por datos anteriores, pero en su conjunto muestra cifras de expansión bastante significativas, del orden del 8% en el cuarto trimestre de este año. Agrega, que este crecimiento bastante fuerte del consumo sigue mostrando las características ya detectadas en meses recientes, en particular, el fuerte protagonismo que sigue mostrando el consumo durable. En tanto, el consumo habitual ha mostrado una expansión bastante menos dinámica, pero se ha mantenido en cifras del orden del 6% anual. El Consejero señor Marfán, sobre este tema, consulta cómo se explica que con tasas de interés promedio de las tarjetas de crédito del orden de un 35% nominal anual y una tasa promedio para créditos de consumo, del orden del 25% nominal anual, puede el consumo estar creciendo a niveles tan altos. En otros términos, desea saber qué tan sensible es el consumo a las tasas de interés. El señor García señala, que el consumo durable es bastante sensible a la tasa de interés. Indica, que si se toma en cuenta que mucho de esto corresponde a durables importados, cree que posiblemente existe un efecto precio que está reduciendo el costo de adquisición de estos durables en el último tiempo.

El Gerente señor García, comenta que otro componente importante de la demanda agregada es la inversión, y que en el caso del mercado inmobiliario sigue bastante dinámico, en línea con lo que se apreciaba respecto del crédito. Al respecto consulta el Gerente señor Beltrán De Ramón, cómo afecta el mercado de la vivienda el *rallie* de tasas de octubre que significó un alza de alrededor de 200 puntos para luego decaer algo. El Gerente señor García, señala que tal vez esa situación está influyendo en que las ventas del tercer trimestre estén algo sobredimensionadas.



El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor García hace presente que por el lado de la actividad está el cambio tecnológico y comunicaciones, y eso muestra la modificación que está incorporada en el año 2005 del crecimiento de ese sector, que pasa del orden del 5% al 8% en dos semestres. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés indica que el problema que se planteaba tenía que ver con el seguimiento de la actividad de comunicaciones a través de indicadores que usaban el flujo de tráfico de minutos para distintos tipos de comunicaciones. Es decir, la forma de llegar al valor agregado era a través de una ponderación de cada uno de estos tipos de tráfico, como si el valor agregado fuera igual. El Gerente de Información e Investigación Estadística señor Ricardo Vicuña, señala que esa situación producía una tremenda distorsión, debido a que la gran masa de minutos era fija y el gran dinamismo de la telefonía móvil no se capturaba con el indicador que se estaba utilizando. Una vez revisada esta situación, se está tratando de acercar la metodología de seguimiento a la cuenta anual, básicamente, a través de las ponderaciones relativas de valor bruto de producción de cada una de esas actividades, lo que da una evaluación totalmente distinta. El Presidente señor Corbo comenta, que esta metodología ya se utilizaba en Cuentas Nacionales, pero no en el seguimiento de la coyuntura. El Gerente de Información e Investigación Estadística, señor Vicuña menciona que se están acercando al seguimiento de la coyuntura, lo que se obtendrá una vez que se haga la cuenta anual. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, indica que el primer cierre anual era con el método de la coyuntura, por lo tanto, el 2004 también va a subir algo, pero menos espectacularmente que el 2005. El Gerente de Información e Investigación Estadística, señor Vicuña hace presente que con esta medición, el PIB del año 2004 sube básicamente en una décima. El señor Ministro de Hacienda consulta desde qué año resulta comparable la metodología en Cuentas Nacionales. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, responde que son comparables desde el 2000 hacia delante. El 2002 es nueva metodología. El período 2000 – 2001 son datos que con metodología alternativa no dan diferencias muy relevantes.

El Consejero señor Marfán, consulta si la medición de los deflatores año base 1996 cambia, toda vez, que no podría estarse midiendo el año 1998 con precios relativos con el 2003. Señala que los precios relativos del año 1998 eran más parecidos a los del año 1996 que a los del año 2003, es decir, cuando se deflacta por precio simplemente para haber cambio físico, lo que sucede es que a medida que se aleja del año base se producirá una mayor distorsión y, por eso se va actualizando el año base. El Gerente de División Estudios, señor Rodrigo Valdés, señala que para el esfuerzo de inversión siempre se pretende medir en precios corrientes. El Presidente señor Corbo hace presente, que los precios del año 1998 estaban más cerca del año base. Por su parte, el señor Ministro de Hacienda señala que en su opinión el esfuerzo de inversión es muy relevante en ciertas cosas, pero entiende que para los efectos del producto potencial es más importante mirar lo físico.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, suspende la Sesión a las 13:50 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:05 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 86.

Señala el señor Presidente, que no se encuentra presente en la Sala el señor Ministro de Hacienda, quien excusó su asistencia a la hora señalada, por haber sido llamado al Palacio de La Moneda. Indica que se incorporará en el transcurso de la Sesión.



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:

1. En la Reunión de Política Monetaria de noviembre, el Consejo decidió, por quinto mes consecutivo, aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base, hasta un nivel de 4,5%. En la decisión se consideró que aunque el crecimiento de la actividad era algo menor al previsto, seguía siendo superior a su tendencia. Asimismo, las condiciones financieras en Chile continuaban siendo expansivas, pese a que las tasas de interés de distintos instrumentos habían aumentado. El entorno externo continuaba favorable, aunque con riesgos mayores. Por último, la inflación se ubicaba por encima de las proyecciones previas y sobre 4%, y las medidas subyacentes IPCX e IPCX1 seguían bien contenidas, al igual que las expectativas de inflación.
2. Las principales novedades desde la última reunión son las siguientes. El panorama externo es aun más favorable —y significativamente así— que en los últimos meses, y sus riesgos se han moderado. La actividad de las economías desarrolladas se ha fortalecido, los términos de intercambio del país han continuado mejorando —especialmente por el mayor precio del cobre y un precio del petróleo más bajo— y la inflación subyacente de los países desarrollados se mantiene bien contenida, atenuando los riesgos de aumentos más acelerados en las tasas de interés internacionales.
3. El peso ha tenido una apreciación nominal y real significativa en las últimas semanas, ubicándose por debajo de varias proyecciones de largo plazo coherentes con términos de intercambio normales, probablemente influido por los términos de intercambio, que se encuentran en niveles anormalmente elevados. Las condiciones financieras continúan siendo considerablemente expansivas.
4. El crecimiento anual de la actividad en Chile ha seguido disminuyendo, influido por caídas en el sector minero y un menor dinamismo del sector industrial. A pesar de ello, el crecimiento del 2005 posiblemente se acerque al previsto en el IPoM de septiembre, debido a revisiones en el producto, especialmente en el sector comunicaciones. Durante el cuarto trimestre, los sectores distintos de recursos naturales registrarían una aceleración de su velocidad de expansión.
5. Aunque la tasa de creación de empleos es menor que en meses pasados, la tasa de desempleo desestacionalizada sigue disminuyendo. La tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios ha continuado aumentando, desde niveles especialmente bajos, reflejando tanto el efecto de la mayor inflación de los últimos meses como el de una menor expansión de la productividad.
6. La inflación del IPC y de las medidas subyacentes IPCX e IPCX1 fue en noviembre menor que lo proyectado hace un mes. Ello se explica por caídas imprevistas en los precios de los combustibles, así como por una trayectoria subyacente más acotada, algo por debajo de la proyectada en el IPoM. Las expectativas de inflación han disminuido y otras medidas de la tendencia inflacionaria han dejado de aumentar. El escenario de corto plazo para el IPC es ahora más parecido al proyectado en el último IPoM.
7. Con los antecedentes disponibles, las opciones que parecen más plausibles son mantener la TPM en su nivel actual o aumentarla en 25 puntos base.



8. Al igual que en meses pasados, se puede justificar un aumento de la TPM teniendo en cuenta que (i) hoy está por debajo de niveles de tasas que se evalúan como neutral para la política monetaria, (ii) la economía ya no requiere de un impulso importante y (iii) este ajuste conviene realizarlo de manera gradual. Entre las noticias coyunturales que podrían justificar un alza en esta oportunidad, están la disminución de la tasa de desempleo desestacionalizada hasta 7,6%, el gradual aumento de los costos laborales, especialmente si se excluye su fuerte acomodo de principios de año, que parece haber sucedido por una sola vez y la solidez de los indicadores de consumo durable. A esto se suma el favorable panorama externo, que apoya la expansión de la actividad. En términos más generales, si bien es difícil evaluar con precisión la magnitud de las holguras que aún persisten —lo más probable es que la situación entre distintos sectores sea heterogénea—, la evolución de la inflación parece coherente con que éstas se están cerrando, aunque sin tensionar aún la capacidad existente. En efecto, la inflación subyacente IPCX1 anualizada de los últimos cinco meses está en torno a 3%; las otras medidas de tendencia inflacionaria se ubican en niveles coherentes con el rango meta; y el aumento reciente de la tasa de crecimiento de los salarios refleja básicamente la mayor inflación pasada.
9. Por otro lado, hay varias noticias que podrían justificar una pausa este mes, luego de cinco alzas consecutivas en la TPM. Probablemente, la más importante sea la evolución reciente de la inflación efectiva - tanto IPC como subyacente - y su proyección de corto plazo, ambas por debajo de lo esperado hace un mes. Esto, junto con la reacción que han tenido las expectativas de inflación, acota significativamente los riesgos de un desanclaje respecto de la meta de inflación. Las expectativas de inflación para distintos plazos y medidas han descendido y se ubican en torno al centro del rango meta o en su mitad inferior. A ello se suman la desaceleración que muestra la actividad —que se acerca al crecimiento de tendencia— y los efectos sobre la inflación de mediano plazo de la apreciación del peso, en caso de ser ésta más persistente. Por último, las señales mixtas que se aprecian en el sector real hacen que la opción de esperar, y así tener más información respecto de la marcha de la economía, tenga especial valor en esta oportunidad.
10. Más en general, en comparación con las últimas dos reuniones, puede evaluarse que el escenario actual ha vuelto a ser más parecido al contemplado en el último IPoM. Las diferencias más importantes con ese escenario se relacionan con el mayor precio que ha alcanzado el cobre y el perfil trimestral del crecimiento de la actividad, que muestra una desaceleración más marcada. En ese cuadro, es pertinente comparar la trayectoria efectiva de la TPM con lo que se evaluaba como una trayectoria plausible y coherente en las proyecciones presentadas. El resultado es que la TPM aumentó algo más rápido en meses pasados, reflejando presiones de precios que amenazaban el adecuado comportamiento de las expectativas de inflación. En la actualidad, cuando estos *shocks* parecen estar mitigándose, se puede justificar una pausa como un retorno hacia el mismo escenario base.
11. Finalmente, desde el punto de vista táctico, cabe considerar que para esta reunión las expectativas del mercado y analistas están divididas, con una mayoría pensando que habría un alza de la TPM, y el resto previendo la mantención. Si se evaluara que el nivel que ha alcanzado el tipo de cambio puede reflejar algún grado de sobrerreacción, y ésta tiene consecuencias negativas para la economía, existiría otra justificación para mantener la TPM en esta oportunidad. Mientras un alza de 25 puntos base podría apreciar marginalmente el peso, la mantención lo debería depreciar en algo. Como siempre, las magnitudes involucradas son difíciles de precisar. Cualquiera sea la opción escogida, no deberían ocurrir cambios significativos en la estructura de tasas.



Se deja constancia que siendo las 16:25 hrs. se incorpora a la Sala, el Ministro de Hacienda señor Nicolás Eyzaguirre G.

El Presidente ofrece la palabra para los comentarios de los participantes.

El Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel Dunker, señala que por la misma razón que se tuvo en los últimos meses al decidirse un alza de 25 puntos base, en presencia de una fuerte alza en los precios de los combustibles, ahora la opción dominante, en su opinión, debería ser continuar con la organización de la posición cíclica de la política monetaria. En su opinión, la continuidad en la normalización de la política monetaria se justifica por dos razones. En primer lugar, porque en el margen las noticias que influyen en el gasto y por tanto en el mediano plazo en la actividad y los precios han mejorado. La situación internacional ha mejorado marginalmente en crecimiento muy significativamente de un mes para otro en las proyecciones de los términos en los cambios para el año 2006. En segundo lugar, se justifica porque todavía estamos a una buena distancia de cualquiera sea la estimación de la tasa neutral de política. La brecha de producto si no se ha cerrado está muy cerca de cerrarse, la brecha de empleo y hoy en una situación en la cual el Banco mira en su accionar respecto de las consecuencias en 18, 24 ó 12 meses más cuando se anticipa que la brecha de producto y empleo va a ser claramente positiva y por ende se van a desarrollar correspondientemente más presiones de precios de inflación si es que no se actúa acordemente de la convergencia continua y gradual de normalización de la tasa.

El Gerente de División Internacional, señor Esteban Jadresic, señala que comparte la lógica del análisis que presentó la Gerencia de División Estudios, pero quiere argumentar que la recomendación de mantener la tasa tiene más fuerza. Para hacer el punto, señala que cabe recordar que entre septiembre y octubre, hubo sorpresas inflacionarias producto del alza de los precios de los combustibles y de los bienes perecibles. En consecuencia, haciendo el recordatorio que llevó al Consejo a apurar el ritmo de alza las tasas, básicamente, como un seguro frente al incremento de los precios de los combustibles y a los riesgos de que hubieran efectos de segunda vuelta que pudieran desanclar las expectativas, ello a pesar de que lo fundamental no apuntaba a una inflación subyacente o a un crecimiento más rápido que lo que se había previsto y más bien en el margen, de hecho, se está algo por debajo de lo esperado en el IPoM. En su opinión, la situación actual es que se han visto esas presiones que se arriesgaban por efectos de las sorpresas inflacionarias y más bien se han visto en la dirección opuesta. Si se hace el balance neto de los cambios en las estimaciones o proyecciones para el IPC de 2005, se ve que a nivel de IPC total es más bien neutral. De 3,5% pasa a 3,6% para los 12 meses, pero en el caso de la inflación subyacente, el IPCX1 se ve que la proyección va a estar de acuerdo a la estimación. Para el 2005, está 4 décimas por debajo de lo que se estaba proyectando para el IPoM. Esto, en un contexto que también se está viendo que la actividad industrial y el ritmo de crecimiento también están en el margen algo más lento, de modo que el ritmo actual de cierre de brechas sería también más pausado que lo previsto anteriormente. Señala que es cierto que hay factores externos que han mejorado durante este mes, como mencionaba el Gerente de Investigación Económica, pero no se está viendo internamente, y es cierto que la demanda sigue dinámica, pero ello no se ha reflejado en la actividad interna o en los precios probablemente de un modo significativo producto de la apreciación del peso que ha desviado esa demanda hacia productos importados por el lado particularmente del consumo durable de inversión. Ésta, además, es una noticia más bien significativa que es la apreciación adicional del peso que ya empieza a causar preocupación y está por debajo de alguna de las estimaciones del rango de equilibrio y afecta, también, por cierto, las perspectivas de inflación a futuro. Por último, también se ve que las expectativas de inflación medidas por las encuestas están bien alineadas y las compensaciones inflacionarias han caído por debajo de 3%, con lo cual indica que este riesgo de desanclaje en las expectativas no se está viendo. Entonces, en este contexto, si se hace la síntesis, no se han



visto ni los efectos de segunda vuelta que temíamos, ni el desanclaje de expectativas, e incluso la sorpresa inflacionaria producto del incremento de los precios de los combustibles se ha revertido, y además, la inflación subyacente y el ritmo de crecimiento están en el balance neto, por debajo de lo que se proyectaba para el IPoM. En estas condiciones, recomienda hacer una pausa que cree que es más coherente con los antecedentes que se han visto acumulados en los últimos meses más las decisiones de política monetaria que ha tomado el Consejo.

El Gerente de División Política Financiera, señor Luis Óscar Herrera, señala que se comentó recientemente que las principales novedades de la coyuntura desde la última RPM son una aparente desaceleración en la tasa marginal de expansión del producto respecto de lo que se estaba considerando en el IPoM; y un repunte a la tendencia inflacionaria, pero más lento de lo que esperábamos en el IPoM. Por lo tanto, estas noticias indican que hay una pausa, tanto en la trayectoria de crecimiento en la economía como en la trayectoria de normalización de la tendencia inflacionaria. En ese contexto, también considera que resulta prudente realizar una pausa en la trayectoria de normalización de la tasa de política monetaria hasta esperar más información. Sin embargo, cree que el conjunto de antecedentes que se han revisado lleva a pensar que la reciente desaceleración del producto será un fenómeno transitorio. Por una parte, está el escenario externo que se mantiene muy favorable para la economía chilena y su evolución. Por otro lado, las condiciones financieras continúan estimulando la expansión, el consumo y la inversión y no quiere que se pierda de vista que aún si marginalmente se revisó a la baja la expansión del producto, se revisó al alza la expansión de la demanda interna que crece a una tasa del 11% en la medida que prevalezcan las condiciones que están vigentes. En consecuencia, ese dinamismo de la demanda interna va a continuar y eso hasta la fecha se ha ido reflejando también en un crecimiento más rápido de los sectores no transables que son relativamente más intensivos en trabajo y se ha tenido en el mercado laboral. Por lo tanto, es coherente este cuadro de estancamiento rápido con las holguras laborales y con una aceleración de las presiones inflacionarias hacia adelante. Sin embargo, cree que en las actuales circunstancias todavía hay incertidumbre, respecto de estas hipótesis y por lo tanto, en su opinión, se puede esperar hasta acumular mayor información respecto de cuál es la trayectoria que lleva la economía. Los costos de esperar en las circunstancias actuales son relativamente menores, considerando que si aún se validara esta hipótesis y la economía retomara un vigor mayor en los meses venideros es improbable que se produzca una aceleración más rápida en la inflación y un desanclaje de las expectativas, considerando la evolución reciente que han tenido estas variables. En consecuencia, también concuerda con la recomendación de mantener en esta oportunidad la tasa de política monetaria.

El Ministro de Hacienda, señala que estamos en un *soft spot* del lado de lo fundamental y no se ven muchas razones por las cuales la economía debiera desacelerar. Señala que es posible que la economía retome una velocidad de crecimiento todavía algo mayor que el producto potencial, con lo que, posiblemente, el corolario de eso sea que la tasa todavía esté por debajo de la neutral. Sin embargo, se tiene ambigüedad respecto de si es una hipótesis plausible. Piensa que la otra alternativa es que más que un *soft spot* sea un cierto decaimiento del ritmo del *output*. Entonces, la pregunta que se formula es que el Banco tiene que considerar si se han acumulado suficientes antecedentes para permitirse una pausa y esperar; y después, retomar cuando hayan más evidencias. Señala, que obviamente tiende a pensar que dado que han hecho tantas alzas consecutivas la credibilidad no está amenazada.

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



El Consejero señor Manuel Marfán, agradece el análisis del staff, que ha venido además mejorando en cada reunión. Señala el Consejero, que respecto al mes pasado la coyuntura internacional continúa mostrando una reversión en el margen del aumento del precio internacional del petróleo, mientras se ha tendido a consolidar un precio más elevado del cobre, en una mezcla claramente favorable al país. Las perspectivas de tasas de interés de las principales economías muestran cambios menores, pero se han reducido las tasas de política económica en algunas economías importantes de la región, como México, entre otras. Las perspectivas de crecimiento mundial han seguido mejorando en el corto plazo y los riesgos asociados al escenario internacional tienden a mantenerse respecto de la reunión de política monetaria anterior. En lo interno, el crecimiento del producto sigue por debajo de lo proyectado y se observa por primera vez una desaceleración en el empleo. El consumo y la inversión en tanto se mantienen fuertes. El crecimiento de los costos laborales unitarios se ha acelerado aunque su trayectoria se mantiene por debajo de lo normal, lo que se debería principalmente a una desaceleración del crecimiento de la productividad, asociada a su vez a la desaceleración de crecimiento del producto.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que el cambio más significativo desde la reunión de política monetaria anterior ha sido la fuerte y sorpresiva apreciación del peso, y que probablemente ésta se debería principalmente a los anormalmente elevados términos de intercambio actuales, en términos de intercambio por sobre los de largo plazo puede generar un tipo de cambio circunstancialmente más apreciado que el de equilibrio de largo plazo. Lo anterior, unido a la caída del precio de las gasolinas, ha generado una desaceleración sorpresiva de la inflación y de su proyección de corto plazo, respecto de la reunión de política monetaria anterior. Agrega el señor Consejero que sólo mantener la tasa de política monetaria nominal actual ante una menor inflación esperada implica una mayor tasa real de política monetaria, con expectativas de inflación de mediano plazo nuevamente ancladas con la meta. Una pausa en esta reunión implicaría igual un paso en la normalización de la tasa de política monetaria, por el argumento anterior, que la tasa de interés real implícita sería mayor con una misma tasa nominal y menores perspectivas de inflación de corto plazo. Una nueva alza, por el contrario, implicaría también por las mismas razones, una aceleración en el ritmo de normalización de la política monetaria, la que no se justifica en un contexto como el actual. Por estas consideraciones, su voto es por mantener la tasa en su nivel actual.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, manifiesta que el cuadro que ha presentado la Gerencia de División Estudios difiere en varios aspectos de lo que se había observado el mes pasado. En el plano internacional, se ha fortalecido en el margen el dinamismo de la economía mundial, se mantienen las condiciones financieras favorables y se moderan los riesgos, tanto aquéllos asociados a los precios del petróleo como a la trayectoria de la inflación subyacente. En el plano interno, la desaceleración de la actividad observada en el tercer trimestre se ha extendido al cuarto trimestre. Sin embargo, como ha señalado la Gerencia de División Estudios, ello parece obedecer a factores puntuales en sectores determinados y no es una señal de menor dinamismo de la demanda interna ni de un temprano agotamiento de las brechas de capacidad. La demanda interna, por otra parte, observa un crecimiento levemente mayor al previsto y el desempleo desestacionalizado sigue cayendo. Indica el señor Consejero, que en el plano de los costos se aprecia que los costos laborales unitarios muestran una aceleración de los niveles inusualmente bajos en el últimos trimestres, lo cual es un cambio de tendencia. Sin embargo, señala que las noticias más importantes provienen de los registros inflacionarios y de las expectativas de inflación del mercado. Los primeros muestran un sensible descenso que ha permitido que la variación anual del IPC vuelva al rango meta y la inflación subyacente se encuentre hoy en una trayectoria algo por debajo de la proyectada en nuestro informe de política monetaria de septiembre. Ello obedece, como ha señalado la Gerencia de División Estudios, al cambio en la tendencia de los precios de los combustibles y a la apreciación que ha registrado el peso. Esto se ha visto reflejado, y las diferentes medidas de expectativas de inflación del mercado, lo que sugiere que se han



acotado significativamente los riesgos de desanclaje respecto de la meta de inflación. Señala, que si bien la tasa de política monetaria se encuentra aún por debajo de su nivel neutral y la economía sigue reduciendo sus brechas de capacidad, todo parece indicar que al atenuarse los shocks que condujeron a una normalización más rápida de la política monetaria en los últimos meses, se ha creado un espacio para hacer una pausa en este proceso. La pregunta que corresponde hacer en este momento, es si corresponde hacer esa pausa ahora o más bien postergar esa instancia para el futuro, cuando el cumplimiento de las metas inflacionarias tenga un mayor grado de certeza. De esa manera, se tendría un seguro en caso de que se produjeran nuevas sorpresas en el plano inflacionario. Sin embargo, coincide con la Gerencia de División Estudios en el sentido que cree que existen buenas razones para radicar esa pausa en esta reunión y ello se relaciona con el nivel que ha alcanzado un determinante fundamental de la inflación como es el tipo de cambio.

El Consejero señor Desormeaux, señala que existen antecedentes para pensar que el actual nivel del tipo de cambio podría estar reflejando una sobrerreacción, de manera que un alza en la tasa de política monetaria en el día de hoy, pese a estar parcialmente incorporada en las expectativas de mercado, podría apreciar el peso en el margen, con consecuencias que ciertamente no son positivas para la economía en este momento. La mantención de la tasa de política monetaria, por el contrario, va a tener un efecto opuesto, aliviando la presión sobre el peso en un momento en que la evolución reciente del tipo de cambio es una fuente de preocupación generalizada en la economía. En suma, coincide con la apreciación de la División de Estudios en el sentido de que este es un buen momento para realizar una pausa en el proceso de la normalización de la política monetaria y vota en consecuencia por mantener inalterada la tasa de política monetaria.

El Vicepresidente señor José De Gregorio, señala que el escenario macroeconómico es similar al presentado en el último IPoM, en el cual se reafirmó una política de retiro pausado al estímulo monetario. Señala que en los meses más recientes, la tasa de interés ha estado aumentando continuamente consistente con un aumento a las medidas de inflación subyacente al centro del rango meta y con la inflación del IPC subiendo transitoriamente en el corto plazo por sobre 4%. La necesidad de evitar desanclaje de expectativas, llevó a un ritmo de aumento de tasas de interés algo superior al previsto a mediados de 2005. Sin embargo, las cifras más recientes muestran una leve reducción de las presiones inflacionarias las que se observan en un aplanamiento en la trayectoria de la inflación subyacente. Asimismo, el crecimiento ha mostrado un leve deterioro. A pesar de una mejora de las perspectivas de la economía internacional, señala que éstas no se han traducido en un mayor dinamismo de la economía nacional, y además, debe considerarse que a pesar que en Latinoamérica se prevé un mayor crecimiento promedio para el año, las recientes bajas de tasas de interés en México y Brasil indicarían que probablemente en el margen de su actividad también se ha debilitado.

El Vicepresidente señor De Gregorio, señala que todo lo anterior indicaría que el aumento del ritmo de tasa de interés ha sido consistente con la meta de inflación y en esta oportunidad se justifica realizar una pausa a la espera de información adicional que confirme el escenario base. De seguir sin pausa podría terminarse con una reducción de la inflación futura más allá de lo deseado. Si se realiza una sexta alza consecutiva, se puede entender que no eran pausa, lo que no es descartable en el futuro, pero hoy no se justificaría. Agrega, que el mercado podría seguir esperando tasas incluso con perspectivas inflacionarias más débiles lo que no le parece adecuado en términos de señalar cuál es la estrategia de retiro del estímulo monetario. A esto se debe agregar la inesperada apreciación del tipo de cambio, la que debería contener los aumentos de la inflación y abre espacio para la mantención de la tasa de interés. Si bien cree que no se debe variar la política de aumento gradual de las tasas de interés, todo vez que la evidencia en el margen de actividad e inflación pareciera ser transitoria,



la información disponible sugiere que este es un momento apropiado para hacer una pausa. En consecuencia, vota por mantener inalterada la tasa de política monetaria.

El Presidente señor Vittorio Corbo, una vez más felicita a la Gerencia de División Estudios por su valiosa y clara presentación de opciones de política.

Manifiesta el señor Corbo que los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria indican que el escenario externo central ha mejorado en el margen y sus riesgos se han moderado. Esto es un reflejo de mejores cifras de crecimiento en Estados Unidos de América, China y Japón y mejores perspectivas de crecimiento de la zona Euro, de una relativa normalización en los precios de los combustibles, y del nuevo aumento en el precio del cobre. Además, las condiciones financieras internacionales siguen siendo favorables. De otra parte, los menores registros inflacionarios de octubre y una inflación subyacente estable reducen los aumentos esperados de tasas en Estados Unidos de América. Sin embargo, el inicio del ciclo de normalización de la política monetaria llega a la zona Euro y se ve ahora más próximo en Japón. Esto anticipa que los anormalmente bajos spreads soberanos y las muy bajas tasas de interés internacionales debieran aumentar en el 2006.

En el frente interno, la demanda interna sigue mostrando un sólido dinamismo mientras que la actividad muestra una cierta desaceleración en el margen. El mercado laboral muestra menos dinamismo en el margen, pero a la par disminuye la tasa de participación, aumenta la tasa de crecimiento de los salarios nominales por hora y baja la tasa de desempleo.

En el frente inflacionario interno, la inflación mensual del IPC cae a niveles negativos, su proyección de corto plazo se reduce y no hay evidencia que la mayor inflación observada en meses recientes esté teniendo efectos importantes de segunda vuelta en otros precios ni que esté afectando las medidas de expectativas de inflación a períodos de 12 meses y más. De hecho, la inflación desestacionalizada y anualizada del IPCX1 se ha mantenido en los últimos cinco meses en torno al 3%, algo por debajo de lo proyectado en el último IPoM, en tanto que el resto de las medidas de tendencia inflacionaria detuvo su aumento. Además, la mayoría de las medidas de expectativas de inflación a plazos de un año convergen al 3%. En el corto plazo están presente tres factores que en términos netos tienden a mantener la inflación acotada. De una parte, los precios de los combustibles detuvieron su carrera alcista, y el peso experimenta una apreciación real y nominal, mientras que, de otra parte, los costos laborales unitarios aumentan su tasa de crecimiento aunque a partir de valores muy bajos.

Dado que se ha reducido significativamente el riesgo de un desanclaje de las expectativas, lo que corresponde es regresar a una dinámica de TPMs más acorde con el escenario que teníamos en el último IPoM y, por lo tanto, hacer esta vez una pausa en el proceso de normalización de la política monetaria. Esto permitirá también acumular nuevos antecedentes sobre el dinamismo de la actividad, la trayectoria de las brechas de capacidad y las tendencias inflacionarias, y así tener más elementos para poder calibrar la normalización de la política monetaria de modo que la inflación converja al centro del rango meta en el horizonte habitual de política. Por lo anterior, su voto es también por el mantenimiento de la tasa de política monetaria.

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



86-01-051213 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,5% anual.

III. Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,5% anual.

El entorno externo relevante para la economía chilena sigue siendo muy favorable y se han atenuado algunos de los riesgos identificados en los últimos meses. El precio del cobre ha aumentado nuevamente y las condiciones financieras internacionales continúan siendo propicias.

En Chile, las condiciones financieras continúan siendo expansivas. La expansión reciente de la actividad es menor que en meses pasados, pero en términos anuales continúa en torno a sus valores de tendencia. La demanda interna sigue creciendo con vigor y aunque la creación de empleo se ha moderado, la tasa de desempleo sigue disminuyendo.

La inflación anual del IPC y su proyección de corto plazo han descendido, influidas por la rápida normalización del precio de los combustibles y la significativa apreciación del peso. Las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen combustibles, perecibles y algunos servicios regulados, entre otros) se mantienen bajo 3%. Otros indicadores de la tendencia inflacionaria y las distintas medidas de expectativas de inflación se encuentran bien ancladas.

Las noticias recientes de actividad, tipo de cambio y precios y sus implicancias sobre la trayectoria esperada de la inflación justifican mantener en esta oportunidad la tasa de política monetaria. Esta pausa es coherente con la estrategia de normalización del impulso monetario necesaria para alcanzar una inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.”

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

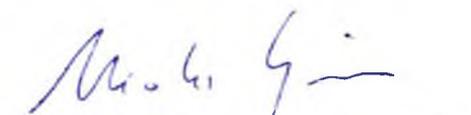

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Vicepresidente


VITTORIO CORBO LIOI
Presidente


MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero


JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Consejero


JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)


NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN
Ministro de Hacienda