



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 149 celebrada el 14 de enero de 2010

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

Asisten también los señores:

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes;
Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División de Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División de Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División de Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de División de Política Financiera Subrogante,
don José Manuel Garrido Bouzo;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministerio de Hacienda, don Igal Magendzo Weinberger;
Economista Señor, doña Erika Arraño González; y la
Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 149, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de julio de 2010, para el día 15 de dicho mes.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, para que presente la información sobre el escenario externo.

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición, informando los principales desarrollos ocurridos en el último mes. En el ámbito internacional, señala que la actividad continuó mejorando durante el cuarto trimestre del año 2009, con algunas excepciones en América Latina, fundamentalmente en México y Brasil, que mostraron algunos retrocesos en materia de producción industrial, y que lo mismo sucedió en el caso de algunos países de Europa emergente. No obstante, indica que las expectativas para el año 2010 son ligeramente mejores que las observadas hace un mes.



El señor Lehmann hace presente que la confianza empresarial continúa robusteciéndose, aumentando particularmente en las economías desarrolladas, mientras que la confianza de los consumidores sigue acotada, porque persiste la debilidad en el mercado laboral, en especial, en Estados Unidos.

En materia de inflación, menciona que las informaciones de inflación *headline* muestran un repunte en gran parte de las regiones, mientras que las lecturas *core* continúan siendo moderadas, y que las proyecciones para el año 2010 han tendido a ajustarse levemente al alza.

El señor Lehmann reporta luego que los mercados financieros desarrollados muestran aumentos en las tasas de interés de largo plazo y una ligera moderación en las expectativas de alza de las tasas de política monetaria (TPM), destacando que hay un contrapunto entre lo que está aconteciendo en materia de tasas cortas *versus* tasas largas, particularmente en economías desarrolladas. El euro y el yen, explica, han tendido a perder valor frente al dólar, mientras que los mercados emergentes muestran cifras positivas, con leves apreciaciones en sus monedas, salvo algunas excepciones en América Latina, fundamentalmente por problemas en el caso de Argentina y Venezuela. Agrega que persiste la incertidumbre en los países europeos con problemas financieros, así como también en Dubai, que ha mantenido una situación relativamente tensa en sus mercados.

Para finalizar su resumen, señala que los *commodities* se han recuperado de manera bastante importante durante las últimas semanas.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con una exposición detallada sobre el escenario internacional, mencionando, en primer término, que la actividad continúa recuperándose a nivel global, destacando algunas cifras positivas en el caso de la producción industrial en Japón y una ligera recuperación en Estados Unidos, si bien ambas economías aún exhiben niveles de producción industrial muy por debajo de los mostrados a inicios del año 2007. Agrega que las economías emergentes exhiben un patrón bastante parecido, con alguna estabilidad en el caso de Brasil, pero, en general, con noticias menos positivas que las mencionadas.

En materia de exportaciones, el señor Sergio Lehmann recuerda los importantes aumentos registrados en los meses previos, los que han tendido a estabilizarse en el margen, y que las cifras de países emergentes son un tanto heterogéneas, destacando Asia con una recuperación significativa.

El señor Lehmann subraya que la confianza empresarial ha continuado mostrando cifras positivas, incluso con algunos aumentos adicionales en algunas economías. La confianza del consumidor, sin embargo, al igual que en otras ocasiones, es bastante heterogénea, observándose algunas situaciones de mayor estabilidad y menor dinamismo en términos de recuperación, producto, fundamentalmente, de la debilidad en el mercado laboral. Plantea que ello se ve también reflejado en los datos de recuperación del empleo, en especial en Estados Unidos, donde todavía no alcanza cifras positivas, agregando que solo se observan algunas cifras algo mejores, como en Canadá.

Los precios de viviendas en Estados Unidos, continúa, que habían aumentado por algunos meses, detuvieron su recuperación y los precios de los inmuebles comerciales han seguido disminuyendo. En el caso de otras economías, por el contrario, se observan algunas

PL



recuperaciones; sin embargo, estas cifras son un tanto más rezagadas que las correspondientes a Estados Unidos.

En cuanto a hipotecas, el Gerente aludido informa que los datos del último mes dan cuenta de una moderación en su ejecución, después de haber mostrado alguna aceleración durante gran parte del año 2009. Las ventas de viviendas existentes, en tanto, han exhibido repuntes importantes y alguna estabilidad en el caso de las nuevas, y el tiempo de venta ha seguido cayendo, tal como ha ocurrido desde hace varios meses.

El señor Sergio Lehmann menciona luego que continúa la mejora en la velocidad de las colocaciones en Estados Unidos, con excepción de los préstamos de consumo.

En materia de crecimiento mundial, el señor Lehmann destaca la revisión a la baja en el margen para el año 2009, asociada fundamentalmente al dato de crecimiento del tercer trimestre en Estados Unidos, que fue algo menor que los registrados previamente. Añade que se espera un crecimiento para el cuarto trimestre, que está implícito en la proyección de crecimiento de 3,4% trimestre a trimestre anualizado para Estados Unidos, en tanto que para este año se espera un crecimiento trimestre a trimestre en torno a 3%. Para el año 2010 se observa una ligera revisión al alza, fundamentalmente por el desempeño de algunas economías de Asia.

Refiriéndose a las expectativas de inflación, el señor Sergio Lehmann reporta un ligero ajuste al alza en el caso de las economías desarrolladas, de América Latina y de Asia no Japón, siendo Europa del Este la excepción, aun cuando registra niveles de inflación bastante más altos y las proyecciones de su promedio anual para 2010 han tendido a estabilizarse. Los registros *spot*, agrega, presentan aumentos, salvo los correspondientes a América Latina. La evolución de la inflación subyacente, por su parte, está bastante estable en las economías desarrolladas, mientras que en el caso de algunas economías emergentes se observan caídas adicionales a las registradas en los meses anteriores, particularmente en Corea, y también algunas proyecciones ligeramente al alza en el caso de algunas otras economías de Asia.

Al continuar con su exposición, el Gerente de Análisis Internacional destaca que las tasas de mediano y largo plazo en Estados Unidos han tendido a aumentar por los anuncios del término de las medidas de liquidez en esa economía y por las cifras de actividad. Respecto de las tasas a 10 años, reporta una ligera caída en los días recientes, lo mismo que la tasa a 2 años, si bien esta última con alguna reversión tal vez aun algo más marcada, pero todavía insuficiente en comparación con el alza que mostró en las primeras semanas del mes. En el caso de la zona Euro, indica que el comportamiento de las tasas es algo más moderado, dado que hay bastante correlación entre las de Estados Unidos y las de la Zona Euro.

Contrariamente, menciona que las expectativas de TPM han tendido a moverse hacia la baja. Explica que ello podría estar asociado fundamentalmente a preocupaciones respecto del mercado laboral, en particular en el caso de Estados Unidos, donde la destrucción de empleo ha continuado y ha cambiado, de alguna manera, las expectativas de los mercados, que hace un mes atrás veían la posibilidad de un aumento de la TPM durante el primer semestre del año 2010, y hoy día más bien están viendo que eso ocurriría en el segundo semestre de este año. Agrega que ese factor se está observando tanto en Estados Unidos como en la Zona Euro. Señala, asimismo, que a partir de encuestas de Bloomberg, e incorporando otras economías, se puede afirmar que en el caso de economías desarrolladas, en general no se ven aumentos de la TPM durante el primer semestre, pero sí durante el segundo, lo que se repite en prácticamente todas las economías, con la sola excepción de

JPZ



Japón. En cuanto a alzas durante este primer semestre, se esperan especialmente en Israel, Australia y Noruega.

Respecto de los mercados financieros, el señor Sergio Lehmann informa que en la reunión de la FED, la principal novedad estuvo asociada a la confirmación de que se comenzarían a suspender los estímulos no convencionales que se han mantenido hasta hoy día, es decir, se suspendería la compra de MBS, anunciada para el 1 de febrero próximo. Agrega que la lectura que tuvieron los mercados fue una visión de que probablemente los mercados financieros están funcionando mejor que lo que se había previsto hasta el momento, lo que se reflejó en una caída en el *spread* de la Libor OIS a 12 meses, acotando que los *spread* Libor OIS a 3 y 6 meses ya estaban en niveles bastante bajos, similares a los niveles históricos, por lo que la novedad estuvo dada tal vez por la caída que se expresó en este *spread*. Menciona también que las tasas de los bonos del gobierno tendieron a subir, lo que claramente tiene un efecto en el hecho que se modera o se suspende la compra de los mismos.

Por otra parte, indica que la mayoría de las monedas continuaron apreciándose respecto del dólar, con excepción de las monedas de economías desarrolladas.

El Consejero señor Sebastián Claro señala tener la impresión que la explicación dada sugiere que el anuncio o la confirmación del término del programa de compra de MBS ha generado el alza mencionada de las tasas largas. Al respecto, declara tener ciertas dudas, ya que esa noticia era bastante esperada, por lo que es difícil pensar que haya tenido un efecto tan fundamental. Comenta que ella coincide con la aprobación del plan de salud por parte del Congreso de los Estados Unidos, que ha acrecentado significativamente las dudas respecto de la situación fiscal, por lo que hay una serie de elementos que explicarían este aumento de tasas largas en dicho país, y no solo el anuncio del fin de las compras de los MBS.

El señor Sergio Lehmann responde que los análisis de distintos bancos de inversión, y también los propios, daban cuenta que una parte del mercado suponía que este programa de compras podría extenderse durante algunos meses, por lo que la confirmación de su suspensión habría tenido alguna contribución en el alza de tasas largas durante las últimas dos semanas. No obstante, coincide con que, efectivamente, ese no es el único factor, ya que hay otros elementos, como el del sistema de salud mencionado, así como algunos indicadores positivos de actividad y producción industrial, que también podrían haber contribuido a este movimiento en las tasas largas. Luego, destaca el contrapunto entre las tasas de corto plazo y particularmente lo que es la estructura a futuro, que tendió a aplanarse, lo cual, de alguna manera, hace ver que todavía hay incertidumbre y que las debilidades del mercado laboral hacen prever que la FED más bien va a retrasar los aumentos de tasas que el mercado, en algún momento, esperaba para el primer semestre.

El señor Sergio Lehmann, refiriéndose ahora a la evolución que podría tener el balance de la FED, menciona que hasta ahora se ha observado un aumento importante del mismo, claramente producto de las compras de bonos que ha efectuado, y que este se aplanaría en adelante, estabilizándose en torno a US\$2,5 trillones. Agrega que en algún momento se pensó que este podría haber llegado a un nivel mayor, descartándose luego por el anuncio que la FED suspendería la compra de bonos. Respecto del balance del ECB, el señor Lehmann reporta que no hay mayores novedades.

En materia de emisiones de títulos de corto y largo plazo en Estados Unidos, el señor Lehmann muestra el comportamiento que han tenido las emisiones de *Commercial Papers* de instituciones financieras y no financieras para reflejar, de alguna manera, cuál es el grado de normalización del mercado financiero en Estados Unidos. Al respecto, indica que los

per



niveles observados hasta antes de la crisis bordearon el trillón de dólares, luego experimentaron una fuerte caída, pero nunca desaparecieron del todo, a pesar de la crisis y de la caída del *Lehman Brothers*. Detalla que luego tuvieron una recuperación, a propósito de los programas de la FED, que utilizaba los *Commercial Papers* como colateral para efectos de otorgar préstamos, y que, posteriormente, tuvieron más bien una caída con algunos vaivenes, aclarando, en todo caso, que el mercado de estos papeles está muy por debajo de los niveles observados en períodos previos a la crisis. Sin embargo, comenta que los *spreads* de *Commercial Papers versus* Libor y de los *Asset Back Commercial Papers versus* Libor muestran un comportamiento bastante parecido, ya que han caído fuertemente y están muy por debajo de los niveles alcanzados en medio de la crisis. Explica que estos últimos instrumentos tienen como colateral alguna cuenta de corto plazo del emisor, en general, instituciones o empresas menos robustas.

En cuanto a las nuevas emisiones de deuda de empresas, el señor Lehmann da cuenta de montos claramente inferiores a los niveles que se alcanzaron en el año 2007, pero muestran una recuperación respecto del mínimo que alcanzaron cuando se agudizó la crisis hacia el tercer trimestre del año 2008.

El señor Gerente de Análisis Internacional, haciendo alusión a las paridades, señala que, respecto de la última Reunión de Política Monetaria (RPM) o del *Informe de Política Monetaria (IPoM)*, la mayoría de las monedas han continuado apreciándose respecto del dólar, con excepción de aquellas monedas de economías desarrolladas. Comenta que Chile se sitúa en la medianía entre las economías consideradas en el análisis, mientras que en cuanto a movimientos respecto de marzo de 2009 y diciembre de 2008, el peso se ha apreciado algo más.

En relación con las bolsas y CDS, el señor Sergio Lehmann reporta resultados positivos durante el último mes, especificando que las bolsas han aumentado y los CDS han registrado variaciones mixtas. Agrega que en materia de bolsas, Chile muestra el mejor desempeño junto con Rusia, Nueva Zelanda y Hungría, y que respecto de los CDS se observan aumentos importantes en Argentina, Grecia, Portugal y España, y caídas en el caso de Hungría y Dubai, este último que ya había mostrado aumentos muy importantes por las razones conocidas

Los flujos de capitales en economías emergentes, prosigue, si bien siguen siendo positivos, han tendido a moderarse, ya que las últimas entradas han tendido a ser algo menores que las registradas algunos meses atrás.

En cuanto a una mirada algo más focalizada de los CDS *spread* a 5 años, el señor Lehmann comenta que Grecia ha tenido aumentos importantes, lo mismo que Islandia, a propósito del veto del Primer Ministro de ese país a la posibilidad de que se compense a depositantes ingleses en bancos islandeses. A modo de referencia, menciona que los CDS de Alemania y Estados Unidos aumentaron muy fuertemente a raíz de la agudización de la crisis, luego han tendido a moderarse y ahora están relativamente bajos, pero por encima de los niveles en torno a cero puntos base que registraban hasta antes de la crisis.

En materia de *commodities*, el señor Sergio Lehmann informa que han mostrado alzas, fundamentalmente los combustibles y metales, siendo algo inferiores a 10% en el caso del cobre y en torno a 15% en el del petróleo. Destaca el aumento de entre 20 y 25% registrado por el precio del gas natural, explicado por las condiciones climáticas más adversas en el hemisferio norte, donde se está utilizando como combustible para calefacción. En el caso de granos y cereales, y alimentos en general, el señor Gerente de Análisis Internacional da cuenta de los retrocesos mostrados en términos de agregados, mientras que por componentes el

fcs



comportamiento ha sido algo más heterogéneo, con maíz y trigo subiendo, y el arroz registrando una caída importante. Señala que para tener una idea de qué está ocurriendo con los fundamentales, en el caso del petróleo se han incorporado dos gráficos: el primero, que muestra el ratio de inventario a demanda de gasolina, el cual indica que los inventarios tienden a subir en el período de invierno, donde hay menos uso de gasolina, y tienden a bajar en los períodos de verano. Agrega que hoy día se observa que dicho ratio es algo más alto que en los ciclos anuales de 2006, 2007, 2008 y 2009, en tanto que el dato de enero indica que hay bastante abastecimiento de gasolina, reflejando que el *crack spread* gasolina barril de petróleo no solo está relativamente bajo, en torno a US\$ 5, sino que se ha mantenido en torno a ese nivel. En cuanto al segundo gráfico, que muestra el ratio inventario a demanda *heating oil*, el señor Lehmann indica que a esta fecha es muy parecido al registrado a igual mes del año pasado, y que los inventarios están en niveles bastante altos en relación con los registrados en años previos, a pesar de las condiciones climáticas adversas y un invierno más crudo en el caso del hemisferio norte, por lo que no deberían haber demasiadas presiones por ese lado.

En cuanto al cobre, el señor Sergio Lehmann menciona que las mejores perspectivas para los siguientes trimestres han seguido impulsando su precio. Añade que el índice de confianza, ponderado por la participación de los principales consumidores de cobre, versus el precio del cobre, ha vuelto a subir, lo que podría estar explicando el mayor precio del metal y las expectativas de mayor demanda. Sin embargo, hace ver que los inventarios versus producción industrial, ponderado por los principales consumidores de cobre de las distintas economías del mundo, está relativamente alto, lo que apuntaría a que el precio del cobre no tendería a subir más, sino más bien a moderar su nivel en los próximos meses.

En términos de agregados de *commodities*, el señor Lehmann destaca la recuperación en los precios de los metales y combustibles y la estabilidad de los precios de cereales y otros alimentos, si bien los niveles de estos últimos están claramente por debajo de los niveles registrados hacia mediados de 2008.

Para resumir, el Gerente de Análisis Internacional hace presente que, por ahora, no se ha cambiado la proyección del precio del cobre para el año 2010, de US\$2,7 la libra, pero que se está revisando sobre la base de los distintos antecedentes que han aparecido. Manifiesta que Cochilco elevó, de hecho, la proyección para el año 2010 desde US\$2,80 a US\$ 3,10 la libra, sobre la base de una demanda esperada más dinámica durante el año 2010 y una demanda para el 2011 que está por sobre el crecimiento de la oferta, lo que derivaría en una caída de inventarios durante ese año y en un alza del precio hasta US\$3,20. Agrega que sobre esa base y sobre los nuevos elementos que han aparecido en materia de expectativas de oferta y demanda, se podrían revisar estas cifras para efectos del próximo *IPoM*.

Al concluir su exposición, el señor Sergio Lehmann informa que el precio del petróleo WTI está bastante estable respecto del registrado un mes atrás, proyectándose que estará en torno a US\$80 en promedio durante el presente año y algo más alto en el próximo.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Sebastián Claro señala, en primer término, que la evolución de los *commodities* no necesariamente es al alza, independiente de la moneda con que se los mida, y que no es un efecto de depreciación del dólar; por el contrario, el dólar ha tendido a apreciarse respecto del euro. En segundo lugar, se refiere a la evolución de las monedas, mencionando que si se revisa la apreciación del peso desde marzo de 2009 o desde diciembre último, esta es similar a la de otros países. Al respecto, hace ver que muchos de los países que



aparecen similares a Chile han intervenido significativamente, por lo que sugiere separarlos de los que no han intervenido para efectuar una buena comparación.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, manifiesta que hay algunos temas sobre la coyuntura internacional que, en su opinión, son crecientemente importantes. El primero se refiere a la percepción de que la economía mundial quizás está sostenida por un "respirador artificial", sin el cual esta se derrumba, lo cual significa que hay que mantenerlo. No obstante, indica que el problema es que si las medidas fiscales y las monetarias se sostienen por un tiempo prolongado, no convergen y también son explosivas. Dado eso, estima que hay una preocupación de riesgo legítimo de que tal vez la recuperación o la estabilidad que se ha visto en los últimos meses no es tal o está sostenida por fundamentales que pueden continuar estando muy mal. Recalca que si bien está formulando una hipótesis, a su juicio no se debiera descartar ese escenario, especialmente porque a medida que transcurre el tiempo, se tiene la sensación de que se están generando otros potenciales desequilibrios como consecuencia de políticas que se están llevando a cabo y que podrían ser insostenibles en el tiempo.

Como segundo comentario, el señor Vicepresidente señala echar de menos la información respecto del *spread* Libor de 30 días, porque ese es el que más varió con ocasión de la crisis y constituye, en su opinión, un mejor indicador acerca de cuál es la percepción de riesgo de corto plazo. Asimismo, repasa en que la información entregada sobre el *spread* para las tasas de 12 meses muestra la caída registrada a fin de año, pero no refleja que los niveles siguen siendo anormalmente muy altos, respecto de lo que eran antes de la crisis, por lo que si bien resulta tranquilizadora la tendencia que tienen hacia la baja, su nivel sigue siendo alto.

En tercer lugar, el señor Manuel Marfán se refiere al balance de la FED, haciendo ver la complejidad de las acciones emprendidas por ella, especialmente la emisión de MBS y la deuda de agencias, las que, a su juicio, son acciones que debiera hacer un banco de desarrollo y no un banco central, y que claramente van a tender a deteriorar muy fuertemente su balance. Agrega que si las frena ahora, quizás ello pueda ser sostenible, pero no es seguro que cuando las comience a retirar logrará que los mercados financieros se puedan seguir sustentando, lo cual, por lo demás, hace extensivo, pero con menos nitidez, para el Banco Central Europeo.

En la misma línea, y respecto de los *CDS spread*, el señor Marfán señala que, en su parecer, el de Grecia debería haber tenido un aumento significativo en los días más recientes, porque los griegos recibieron una reprimenda del BCE por haber manipulado las cifras de su deuda pública, lo que no deja de ser grave. Agrega que España también está con tendencia al alza, por lo que su comentario apunta a expresar un temor legítimo en cuanto a que en el escenario de riesgo que se maneja, no probablemente el escenario central, las probabilidades de que haya un despegue son altas.

Por último, el señor Vicepresidente formula un comentario metodológico sobre el gráfico que muestra la confianza empresarial y el precio del cobre. En su opinión, la imagen que se observa da cuenta de una correlación algo espuria, porque dada la crisis, muchas son las variables que muestran exactamente lo mismo. Al respecto, señala tener la impresión de que lo que está mostrando el gráfico es el hecho que durante la crisis muchas variables se deterioraron y que luego se han recuperado, pero que no necesariamente es la confianza empresarial la que arrastra el precio del cobre necesariamente, sino que todos los fundamentos y subyacentes que están detrás.



El Consejero señor Enrique Marshall hace presente que los antecedentes expuestos dan cuenta de la normalización que ha tenido lugar en los mercados financieros, especialmente cuando se consideran los promedios, por lo que se está en una situación comparable con la precrisis. Sin embargo, expresa que esos mismos antecedentes dan cuenta que los mercados permanecen bastantes sensibles, y que esa sensibilidad sería significativamente más alta que la predominante antes de la crisis, lo cual, en principio, es un buen elemento, porque se dice que los mercados están ejerciendo con mayor fuerza que antes su función disciplinadora. Agrega que ello tiene algún grado de implicancia para la recuperación y también para la política monetaria, ya que ello quiere decir, por ejemplo, que los bancos van a ser particularmente cuidadosos en no hacer absolutamente nada que pueda significar un castigo de parte del mercado. Los mercados, continúa, están discriminando cuáles son los países que tienen CDS en la otra dirección y cuáles son aquellos cuyos mercados bursátiles están cayendo o no están subiendo, lo que debería advertirles que el sistema permanecerá muy cauteloso por un buen tiempo.

Un segundo comentario del señor Enrique Marshall dice relación con las cifras de crédito bancario en Estados Unidos. Al respecto, el señor Consejero manifiesta que le llama la atención que hayan registrado una cierta recuperación, la que, comparada con lo que ha ocurrido en Chile, resulta ser más nítida.

A continuación, el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, comenta lo expresado por el señor Vicepresidente respecto del "respirador artificial" y los precios de los *commodities*. En cuanto al primer punto, señala que el problema no es tanto el tamaño del balance de la FED, sino cómo va a ir retirando el financiamiento otorgado. Agrega que la FED ha introducido algunas medidas adicionales, en términos de captar recursos de la banca a seis meses, por lo que es probable que mediante ese mecanismo empiecen a subir las tasas. Respecto de las colocaciones, hace ver que estas han ido recuperándose, pero todavía están en terreno negativo, subrayando que en el caso de Chile no es así, ya que nuestras cifras son positivas. Cita como ejemplo el caso de los créditos de vivienda, que no habrían tenido nuevas caídas absolutas, sino que movimientos al alza, destacando sí el segmento no bancario, que fue el que colapsó, y donde se produjo la gran magnitud de *credit crunch*.

En cuanto al precio de los *commodities*, el señor García manifiesta ser de opinión que incluso hay más evidencia de que puede haber una situación vinculada más a condiciones financieras laxas que sostienen los precios *commodities* altos, porque los inventarios de cobre y de los combustibles no son anormalmente bajos, además de ser bastante peculiar que los inventarios de cobre estén cerca de su máximo reciente, cuando el precio del cobre estaba a la mitad del actual. Entonces, pareciera que hay elementos que son más bien financieros que aumentan la demanda por inventarios, más que la demanda final o, más bien, que son expectativas de demanda final más que evolución contemporánea de la demanda, que están empujando el precio de los *commodities*. Al respecto, plantea cierto riesgo de que si esto no se materializa, finalmente se tendrían problemas a futuro.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta por qué los *commodities* agrícolas se han quedado atrás en este recuento, a lo cual el señor Sergio Lehmann responde que el componente financiero de los bienes agrícolas es mucho menos importante desde el punto de vista de las transacciones en el mercado financiero, añadiendo que, en todo caso, todavía está por verse si el aumento del precio del cobre y del petróleo tienen componentes financieros muy importantes. Al respecto, indica que el gran argumento que se daba en su momento es que el aumento del precio de los *commodities* iba asociado a una gran incertidumbre financiera y, por lo tanto, los *commodities* resultaban ser un refugio. Hoy día, en cambio, se está viendo la



correlación inversa, entre comillas, ya que la incertidumbre financiera tiende a desaparecer a un ritmo pausado e igualmente hay un movimiento en los *commodities*.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Matías Bernier, señala que, separando granos de metales, hay una correlación mucho más directa entre producción y manufactura con los *commodities* metaleros, y que cuando los *commodities* de energía están muy altos, se puede tener algún rebalse a los granos, por sustitución de suelo y otras cosas, recalcando que es mucho menos directa la relación entre actividad y precio de granos.

En cuanto a lo manifestado por el señor Vicepresidente sobre el *spread* Libor OIS a 30 días, el señor Matías Bernier señala que el informe de la Gerencia a su cargo contiene una serie más larga del mismo, la que muestra que los niveles de hoy día están, en realidad, algo por debajo de lo que se registraba en el año 2007. Al respecto, el señor Sergio Lehmann complementa, mencionando que los niveles actuales, en torno a 20 puntos base, no son muy distintos de los del pasado. Añade que donde ha habido una anomalía evidente es justamente en el *spread* Libor OIS a 12 meses, razón por la cual se puso mayor énfasis en ese mensaje, respecto de la cual sí se observa alguna reducción, todavía por encima de los niveles históricos, pero sí vemos una reducción importante el último mes. El señor Vicepresidente agrega que su inquietud radica en que las cifras actuales dan la sensación de una situación normal, en circunstancias de que no lo es si se la compara con otros períodos anteriores a la crisis.

No habiendo más comentarios, el señor Presidente solicita al Gerente Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, que exponga la información relativa al escenario interno.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, da inicio a su presentación, destacando que el dato de actividad de noviembre, que dio cuenta de una variación anual y mensual de 3,1 y 1,2%, respectivamente, sorprendió algo al alza y constituyó el primer dato de variación positiva del Imacec después de casi un año. Señala que este crecimiento del PIB fue explicado en parte importante por recursos naturales, que se ha mantenido bastante dinámico tanto en minería como en gas, así como también por el IVA y los derechos de importación.

A nivel sectorial, el señor Claudio Soto menciona importantes repuntes, como es el caso de la producción industrial vinculada a la inversión y, fundamentalmente, algunos componentes de comercio, sobre todo la venta de automóviles. Por el contrario, indica que el sector construcción aún no da muestras de una recuperación clara y que las ventas mayoristas muestran un cierto deterioro en el margen, principalmente la venta de materiales de construcción, maquinarias y alimentos.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, advierte que dado que el dato de comercio mayorista se saca del IVA, habría que tener cuidado con la evolución de los inventarios. Explica que si se tiene una caída no deseada de inventarios, se va a tener una reducción en la recaudación del IVA, todo lo demás constante, lo cual no necesariamente es menor actividad del comercio mayorista. Al respecto, el señor Soto comenta que el dato sobre comercio mayorista es muy parecido a los datos de ventas industriales de la Sofofa y del INE que resultan de encuestas, los que también muestran una subida a mediados del año 2009 y una caída posterior, por lo que estima que hay otros elementos, más allá del IVA, que explican las variaciones del comercio mayorista.



Respecto de lo que está ocurriendo con las perspectivas de los empresarios, el Gerente de Análisis Macroeconómico subraya el repunte que han venido registrando desde varios meses a la fecha, y que en algunos sectores se ha visto cierto estancamiento en el margen, en particular en construcción, que coincide con la visión de que la recuperación del sector construcción todavía no ha sido de la magnitud o elasticidad que se ha visto en otros sectores. Asimismo, menciona que ya hay una cierta recuperación en las importaciones de bienes de capital, pero que si se las compara con promedios históricos, todavía están en niveles bastante bajos.

El Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que le sorprende un poco la visión negativa respecto del sector construcción, ya que el indicador sintético de edificación que se está exhibiendo daría cuenta que las ventas están creciendo significativamente, mientras los permisos de edificación están cayendo también de forma importante. Es por ello que consulta si ello obedece a un problema de inventarios o si es un efecto rezago.

El Gerente aludido explica que ese indicador sintético es parecido al Imacon, que incluye la parte del empleo, que es lo único que, en el fondo, está repuntando. Agrega que los permisos de edificación subieron en algún momento durante el año 2009 después de haber estado bastante bajos, pero que aún no hay signos de recuperación. Señala también que las ventas de materiales están en niveles bastante bajos y que las ventas de viviendas tuvieron un cierto repunte después de haber estado cayendo, lo cual podría indicar que podría haber algún repunte en el sector. A modo de ejemplo, menciona el proyecto Costanera Center, que va a entrar nuevamente en ejecución, así como otros proyectos que podrían iniciarse más adelante, que podrían darle al sector algún impulso, pero que, por ahora, los datos no dan cuenta de un repunte en dicho sector.

El Gerente de Análisis Macroeconómico informa a continuación que los datos mensuales de ventas industriales y de producción industrial estarían reflejando que el ajuste a la baja de los inventarios se podría estar revirtiendo en el margen. Respecto del consumo, indica que se ve bastante dinamismo y que el indicador coincidente, de hecho, está con una velocidad bastante elevada en el margen. Menciona que este dinamismo se repite en las importaciones de bienes de consumo, cuyo último dato está en los niveles máximos históricos, comparado incluso con lo observado a mediados del año 1998, cuando alcanzó justamente esos niveles máximos.

La percepción de los consumidores, por su parte, se ha estabilizado en terrenos positivos. No obstante, el señor Soto hace presente que ha habido un cierto estancamiento, citando como ejemplo las perspectivas para comprar viviendas, que durante un tiempo estuvieron en terrenos positivos, cayeron, se recuperaron, pero todavía no han alcanzado niveles positivos. La percepción para la compra de artículos para el hogar, en tanto, permanece en terreno negativo hace bastante tiempo.

El señor Claudio Soto menciona también que las exportaciones mineras y agrícolas exhiben un repunte, no así las industriales, que continúan deprimidas.

Al proseguir con su presentación, el señor Claudio Soto informa que para el cierre del año 2009 se espera un crecimiento anual del Imacec de 3,1% y una variación mes a mes algo por sobre 0%, con lo que se estaría cerrando el año con un crecimiento de -1,7%. Agrega que el Imacec tendría que crecer por sobre 4,1% en diciembre para que el crecimiento anual fuera una décima mayor, esto es, de -1,6%, y explica que se están haciendo correcciones al alza para el cuarto trimestre de 2009, fundamentalmente por los sectores de recursos naturales, IVA y derechos de importación. Dentro del sector resto, explica que industria tiene

JS



una pequeña corrección al alza y comercio una corrección algo a la baja, precisamente por lo que está ocurriendo con el comercio mayorista. Destaca que lo importante es que el cambio de las proyecciones para el año 2009 obedece fundamentalmente a un cambio en la demanda interna más que a un cambio en las exportaciones o en la demanda externa. Plantea que ello puede parecer un poco contradictorio con lo que se está observando en el sector minero, aclarando que lo que está ocurriendo es que hay más dinero en este sector, pero menos exportaciones industriales, que, como señalaba, están más bien estancadas en el margen. Para finalizar con este tema, el señor Soto señala que en la proyección se tienen más exportaciones mineras, menos exportaciones industriales, que en el neto no cambia mucho el panorama para las exportaciones como un todo, por lo que se tiene es una mayor demanda interna, principalmente asociada a una menor desacumulación de inventarios.

En cuanto a las velocidades, el señor Soto menciona que la del cuarto trimestre del 2009 se corrige un poco al alza, desde 6,9 a 7,5%, principalmente por lo que está aconteciendo en la industria. Agrega que la velocidad del primer trimestre del próximo año está algo a la baja y que la brecha de capacidad se habría comenzado a cerrar el último trimestre del año pasado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, refiriéndose ahora al mercado laboral, informa que la tasa de desempleo ha seguido descendiendo, alcanzando a 9,3%, pero que esta caída ha ido acompañada de una cierta pérdida de dinamismo en la creación de empleos. Al respecto, acota que, en el año 2009, la variación anualizada entre los trimestres móviles del empleo llegó a un nivel máximo en septiembre, pero que de ahí en adelante ha ido cayendo. Añade que, de hecho, ha habido una caída en el crecimiento del trabajo por cuenta propia, que ha sido compensada, en parte, por las "otras categorías", que incluye la categoría familiar no remunerado y personal de servicio doméstico.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, comenta que la tendencia hasta antes de la crisis era asalariados, creciendo muy fuerte, y cuenta propia, perdiendo participación, y que uno de los efectos que tuvo esta apreciación es que creció el desempleo y también aumentó el empleo por cuenta propia, que resulta ser una alternativa al desempleo. Por lo tanto, lo que probablemente se está observando ahora es que eso se está deshaciendo. En su opinión, este es un fenómeno propio de una coyuntura de una economía que vuelve a crecer, en que mucha gente probablemente prefiere empezar a buscar trabajo antes que seguir en alguno por cuenta propia mal pagado e indigno.

El Ministro, señor Andrés Velasco, coincide con el señor Vicepresidente, agregando que, en todo caso, habrá mayor tranquilidad cuando el menor desempleo obedezca a un mayor empleo de los asalariados.

El señor Claudio Soto retoma su exposición, mencionando que los salarios se ven con una dinámica más o menos similar mes a mes y con variaciones en torno a 0,3% - 0,4%, con lo que las tasas de variación interanuales siguen cayendo. No obstante, destaca que los salarios reales siguen aumentando en el margen.

Respecto del IPC, el señor Soto recuerda que diciembre de 2009 cerró con una variación anual de -1,4%, y que las caídas se repitieron en casi todos los índices de precios que la Gerencia observa. Indica que las principales sorpresas negativas se vieron a nivel de subagregados y que se registraron en bienes asociados a bienes de consumo durables y vestuario, fundamentalmente vivienda y transporte, y dentro de este último, en automóviles. Las sorpresas positivas, continúa, provinieron de la fruta, que cayó menos que lo esperado. Agrega



que en el caso del IPCX1, la sorpresa fue de cuatro décimas a la baja, cuatro décimas más bajo que lo que se había predicho.

El Gerente aludido se refiere a continuación a un gráfico con las velocidades, distinto de lo que está en el de BIT de precios, en que lo que se efectuó fue reestacionalizar la serie hacia atrás con una medida de inflación de vestuario obtenida a partir de esa reestacionalización y que luego volvieron a desestacionalizar para calcular el último dato de velocidad del IPC. Agrega que este último dato se veía mucho más alto en el BIT que lo que se ve ahora cuando se desestacionaliza con esa metodología. Explica que al respecto hay dos alternativas: la primera, que es ubicarse a fines de 2008 y proyectar los factores; y la segunda, utilizar los datos de 2009 para hacer la desestacionalización. Hace el alcance que los factores estacionales están muy contaminados este año por el cambio de la canasta, y que es por esa razón que se están presentando estas dos metodologías. De acuerdo con lo anterior, lo que se puede ver es que si bien las velocidades han estado aumentando y que, en el caso del IPC, están todavía muy por debajo de 3%. De hecho, complementa que si se consideran los factores de este año, todavía la velocidad del IPC está en terreno marginalmente negativo, así como que en el cálculo mensual del IPCX1, la velocidad, después de haber subido en algún momento, está cayendo en el margen y está también en terreno negativo.

El señor Manuel Marfán afirma que habitualmente se desestacionalizan estas series agregadas, y consulta si lo que se hizo fue separar vestuario y desestacionalizarlo. El señor Claudio Soto responde que lo que se hizo fue reconstruir el IPC total con un patrón estacional que se extrae de los precios micro de vestuario, no del índice de precios de vestuario.

El Gerente de División Estudios interviene y solicita recordar que alrededor de un año atrás se tuvo un problema con vestuario, porque el INE pasó de medirlo de acuerdo con un suavizamiento de los datos base que no eran públicos, a medir mes a mes lo que efectivamente estaba ocurriendo con sus precios. Agrega que como ahora se tiene acceso a la base de datos micro, se pudieron reconstruir los datos verdaderos de vestuario que tenía el INE y se pudo construir un IPC nuevo con la variación efectiva de vestuario mes a mes, sin el suavizamiento que hacía el INE en ese momento, para toda la historia de la canasta, esto es, de 1998 en adelante. Luego, hace presente que la nueva serie se puede desestacionalizar ahora sin tener el problema de que en el 2009 hubo un cambio en el procedimiento; en otras palabras, en el fondo, esto permite tener una velocidad que solamente es sensible al hecho que cambió la canasta, pero que no es sensible al hecho que cambió la metodología para medir vestuario mes a mes.

El señor Vicepresidente consulta si esa reconstrucción permitió ver si se le habían quitado puntos al IPC, respondiendo el señor Soto que no, porque fue un suavizamiento.

Respecto de las sorpresas inflacionarias del mes, el señor Claudio Soto informa que se tiene la hipótesis que parte de la sorpresa que se tuvo en la proyección de inflación puede estar asociada a un traspaso de tipo de cambio quizás algo más rápido que el considerado anteriormente. Al respecto, señala que el índice de precios subió con la depreciación del tipo de cambio y que ha estado cayendo justamente junto con la apreciación.

En el caso específico del vestuario, menciona que el índice tiene bastante volatilidad, y que subió en algún momento cuando el tipo de cambio comenzó a depreciarse, y ha estado cayendo con la caída del tipo de cambio. En cuanto a los precios de automóviles, que subió con la depreciación del tipo de cambio a mediados del año 2008, ha caído algo

12



últimamente, destacando que los autos pesaban 0,5% en la canasta antigua y ahora 5,7%, y que van a pasar a pesar 3,8 en la canasta nacional.

A continuación, el señor Claudio Soto hace alusión a una descomposición del IPC entre transables y no transables. Aclara que si bien esta descomposición es algo arbitraria, indica que el IPC transable es el que ha estado cayendo más o menos en línea con lo que se ha observado en el tipo de cambio; de hecho, indica que si se hace un análisis más fino, se ve que aumentó en algún momento y que el último dato da cuenta de una caída. El nivel de IPC de no transables, en tanto, se mantiene relativamente estable.

El Consejero señor Rodrigo Vergara señala que en el tema de los automóviles, pareciera que, de acuerdo con lo informado, habría una desacumulación muy fuerte en sus inventarios. Al respecto, el señor Pablo García explica que, aparentemente, el INE cambió la metodología y reflejó en agosto o septiembre del año pasado la entrada de nuevos modelos, ya que antes los consideraba en enero. Entonces, puede que ello también haya rezagado un poco el efecto cambiario sobre el precio de los vehículos medidos en el IPC.

El señor Presidente indica que el subyacente de esta discusión es que, aparentemente, lo que se ha tratado de comunicar es que el índice de traspaso ha subido y que hoy día estaríamos mucho más afectados por el tipo de cambio que antes. Plantea que este tema hay que verlo con cuidado hacia el próximo *IPoM* y hacia la próxima Reunión de Política Monetaria. Añade que en el caso de los autos, es normal que se produzca una baja en algunos de ellos, pero que estos son ajustes por escalones. Señala que, de repente llega un momento en que coincide la depreciación del tipo de cambio con una caída muy brusca de inventario, y que cuando se recupera la demanda, son importados a precios que permiten efectuar el ajuste que no se había podido hacer antes. Reitera que este tema debe ser analizado de aquí a la próxima Reunión, para evitar sorpresas por el lado del coeficiente de traspaso.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, señala que frente a una crisis tan grande como la que se vivió, no descartaría también que los márgenes a nivel mundial de los productos transables hubieran bajado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico informa a continuación que en cuanto a la proyección del precio de la gasolina y de los perecibles, los cambios más importantes respecto de la RPM pasada están en el precio de estos últimos. Explica que en la proyección se está considerando una caída en la tarifa eléctrica en enero de 2010 y, posiblemente, otra en junio. Al respecto, menciona que hay una nueva metodología para el cálculo de las tarifas eléctricas, que está en Contraloría, y que va a modificar las medidas de cómo se computan las tarifas para los clientes residenciales, en la que los períodos de indexación son exactamente los mismos, esto es, cada seis meses, por lo que efectivamente debería haber una próxima tarificación en junio. En todo caso, explica que esto está bastante vinculado a los costos marginales de producción energética y que como estos costos han estado cayendo, lo más probable es que se tenga una reducción de la tarifa eléctrica.

El señor Soto expresa que, de todas maneras, se está considerando que los precios del vestuario subirán en marzo y que después caerán por el patrón estacional, y que el aumento de marzo será menor que el registrado en otros episodios, dada la situación de la economía y lo que observó en marzo del año pasado. En todo caso, advierte que todo esto estará muy influido por lo que ocurra con el nuevo IPC nacional, del cual no se tiene mucha información todavía.



Dado lo anterior, el señor Claudio Soto informa que la proyección de la inflación de la Gerencia considera que la variación anual de IPC sería positiva recién en abril y con una trayectoria del IPCX que está alrededor de medio punto por debajo de lo que se tenía en la Reunión pasada. Agrega que esta proyección está considerando parte del efecto que tiene en el IPC, la incorporación del Impuesto de Timbres y Estampillas en enero de este año, como también los cambios en las tarifas eléctricas.

Respecto de lo que se pudiera proyectar con otro tipo de modelos, más bien modelos estadísticos de series de tiempo, señala que estos indicarían algo menos de inflación respecto de lo que se tiene en la proyección base para la mayoría de los meses, y que tienden a coincidir, al final, en junio próximo. Añade que parte de las sorpresas inflacionarias podrían estar asociadas al traspaso de los movimientos en el tipo de cambio.

El Gerente de Análisis Macroeconómico continúa con su exposición, refiriéndose a los mercados financieros. Al respecto, destaca la caída de las tasas reales observada desde la última RPM, especialmente la de los BCU-2, y que las tasas *swap* a 360 días registraron un pequeño aumento. En su opinión, el aumento de estas últimas respondió al dato del Imacec, mientras que la caída de las otras tasas respondió principalmente al comunicado del *IPoM*. En cuanto al anuncio del plan de deuda, sostiene que puede haber tenido un efecto en las tasas de los BCU-2, pero no en las otras tasas reales.

En relación con las tasas de los BCU, el señor Claudio Soto menciona que se ha realizado un seguimiento más estructural con un modelo de tasas de largo plazo, el que arroja que estas habían subido, y que con el último dato promedio mensual han tendido a caer. En otras palabras, con el dato de cierre promedio de diciembre, estas tasas estaban por sobre lo que explicaría un modelo con fundamentales, pero la reducción en los datos más recientes haría que la tasa esté más o menos dentro de lo que se esperaría con estos modelos dentro de los intervalos de confianza. Agrega que el resto de las tasas reales estarían más o menos en línea con lo esperado.

Las tasas de colocación nominales, prosigue, cayeron durante diciembre, mientras que los datos de enero, bastante volátiles y afectados por la estacionalidad, indican un repunte que se va a monitorear durante el mes, ya que el repunte es más bien relevante. Las tasas de los créditos hipotecarios, en cambio, que habían subido, están cayendo más o menos en línea con la reducción en las tasas de los BCU.

En cuanto a las tasas de colocaciones en general, el señor Soto informa que la reducción se está dando en todos los segmentos del crédito, en tanto que respecto de las colocaciones mismas, señala que aún no se observa un repunte claro. Agrega que al día siguiente se va a publicar la encuesta de crédito a los bancos, la que, en general, muestra que las condiciones de crédito se estarían haciendo menos restrictivas en casi todas las líneas en relación con el trimestre anterior.

El señor Claudio Soto manifiesta a continuación que el tipo de cambio se ha apreciado en los últimos días, principalmente el tipo de cambio real *spot*, y que con el dato hasta el día anterior, este último se ubica algo por debajo de 90 entre 88 y 89. Respecto de lo que ha ocurrido desde la última RPM, señala que la apreciación no es con respecto al dólar, sino que hay una apreciación genuina del peso. Indica que si se revisan medidas multilaterales, se puede ver que la caída ha sido efectivamente del peso y no una depreciación del dólar. Agrega que ello ha coincidido, en parte, con los movimientos en los precios de *commodities* de las últimas semanas y no tanto con lo que ha ocurrido con la posición de las AFP y con la posición *forward*.



Los indicadores bursátiles, prosigue, han tenido un aumento bastante importante desde la última Reunión, incluso por sobre los indicadores bursátiles para el mundo. Asimismo, reporta que se sigue observando un fuerte dinamismo en los agregados más líquidos, pero aún por debajo de lo predicho por el modelo de demanda de dinero.

Refiriéndose a las expectativas para el 2009, el señor Claudio Soto menciona que están exactamente en línea con el $-1,7\%$ que tiene la Gerencia, en tanto que las expectativas de crecimiento para el 2010 se corrigieron el alza en una décima, estando ahora en $4,6\%$ para este año y siendo coherentes con la proyección del último *IPoM*.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico indica luego que las medidas de expectativas para la inflación han tenido bastante volatilidad en general, tanto en las cotizaciones *forward* como las que provienen de los bonos, pero que ellas no difieren sustancialmente de las registradas en la última RPM.

En lo que dice relación con la curva *forward*, el señor Claudio Soto destaca que se ha reducido bastante desde la última Reunión y que está muy alineada con lo que señalan la Encuesta de Expectativas Económicas, las encuestas a operadoras de mesas de dinero y las encuestas de operadores financieros. Informa que la caída es de 50 a 60 puntos base, aproximadamente, en el horizonte de aquí a un año, y que, de acuerdo con la metodología de cálculo utilizada por la Gerencia, que incorpora, por ejemplo, información que aporta el BCP-2, esta se empina en lo más reciente, justamente por el aumento de la tasa *swap* a 360 días ya comentado.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación efectuada por el Gerente de Análisis Macroeconómico y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Enrique Marshall sugiere procesar con bastante cuidado la encuesta de condiciones crediticias de los bancos mientras no se tenga una evolución con tasas de crecimiento más normales para los agregados de crédito. Indica que las cifras mostradas no reflejan una normalización del cuadro crediticio, las que pueden estar afectadas por condiciones de demanda. Declara que con la política monetaria se quiere impulsar la demanda y la oferta, y que los bancos necesitan expandir su actividad para efectos de que la cuenta de resultados se vea positivamente afectada. Especifica que le gustaría tener una apreciación más clara de qué es lo que está sucediendo con la actividad y del vigor de la recuperación, ya que hasta el momento se está alineado con las proyecciones previas, que no consideran los pequeños cambios que han ocurrido.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, señala que le ha llamado la atención el resultado de la encuesta a las mesas de dinero sobre las expectativas de inflación a dos años comparado con los de la Encuestas de Expectativas Económicas, ya que esta última no tiene mucha varianza en la historia, excepto en un período donde se habrían desanclado a la nomenclatura de la época. La encuesta a las mesas de dinero, en cambio, tiene mayor varianza, y habría anticipado lo que ocurrió. Declara desconocer qué tan sofisticados son los operadores de mesas de dinero para proyectar la inflación, pero que, en todo caso, deben tener modelos también, no sabe si teóricamente buenos, pero sí buenos para predecir.

El Consejero señor Sebastián Claro formula un comentario sobre la FLAP, señalando que no deja de sorprenderle que continúe creciendo. Menciona que la última semana aumentó cerca de US\$ 250 millones, en circunstancias que habría pensado que en la medida que las expectativas de alza de tasas fueran entrando en el período de la FLAP, esta posibilidad



de endeudarse se reduciría. Explica no entender bien cuál sería el incentivo de los bancos para solicitarla en esa magnitud.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Matías Bernier, refiriéndose, en primer término, al tema de los operadores, señala que ellos normalmente miran la *swap* promedio Cámara y no el BCP-2 o bonos más largos.

Respecto de la FLAP, el señor Bernier explica que hay dos orígenes del uso por parte de los bancos: el primero, aprovechar la ventaja, aunque sea a 150 días, de tener un diferencial de precios con una tasa determinada en un plazo fijo, y con esas reservas poder efectuar operaciones iterativas en el mercado. Otra explicación que han dado los bancos grandes es que esto les permite cumplir en forma más rápida con la normativa de los calces de plazo, que obligan a que todo el pasivo estructurado en tramos de cero a treinta días, y de treinta a noventa días, tengan su correlato en monedas con la parte del activo. Si tienen carteras de bonos muy grandes, una alternativa para ellos consiste en trasladar esos bonos que tienen duración alta, aunque sea posible venir a la FLI y a la FPL, que es sustituto a venderlos en la Bolsa o sustituto a reconocer solo el porcentaje que la SBIF les manda computar en el primer tramo, es venir a FLAP, ya sea en el tramo largo o en el tramo corto, y así ajustar el activo. Indica que ahí también tienen atractivos porque pueden tener una necesidad menor de salir a tomar financiamiento, o sea, tienen una necesidad menor de ajustar el pasivo, y hacen el ajuste por el lado del activo. Para finalizar, estima que la FLAP va a ir perdiendo atractivo gradualmente, en la medida que los tramos, los plazos máximos vayan decreciendo, y que particularmente en el último mes, cuando solo se tenga la FLAP a treinta días, es muy probable que no tenga un efecto muy intenso para su uso en la hoja balance y tampoco para efectos de arbitraje de tasas.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que no se sigue la conclusión de lo señalado, porque si los bancos están usando la FLAP para calce, después tendrían que calzarse de otra manera; por tanto, deshacer esa posición y calzarse de otra manera tiene que tener un efecto.

El señor Bernier indica que ello se debe a los plazos, ya que la FLAP proporciona a los bancos más posibilidades de calzarse en varios tramos, y que mientras se aproxime junio, la manera de calzarse va a ser cada vez más restrictiva y se va a ajustar mucho más al tratamiento que la Superintendencia tiene respecto a los bonos del Banco Central. Explica que los bonos del Banco Central, la cartera de liquidez de los bancos, aunque en su totalidad pueden ser convertidos en dinero por una noche, la Superintendencia no considera que todo ello puede ser transformado en el tramo de liquidez de 0 a 30 días, porque ellos dicen que el racional que hay detrás es que se debe ir a la Bolsa a liquidar toda su posición. Agrega que cuando hay posiciones muy relevantes, la Superintendencia señala que se puede computar alrededor del 40% de su *stock* como tramo de liquidez y el resto tiene que llevarse al tramo que tiene el bono, que pueden ser cinco años, seis años.

El señor Enrique Marshall comenta que la Superintendencia debe cumplir con sus funciones y exigir que los bancos cumplan con la normativa de calce. En este caso, para calzarse en su momento, los bancos van a tener que ir a la Bolsa a vender esos bonos, lo que tiene efecto sobre las tasas, por lo que le cuesta aceptar el argumento de que ello no tenga efecto.

RZ



El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, señala que, respecto de la actividad, el diagnóstico de velocidad que, a su juicio, es al final el que interesa para ver la evolución de la brecha, no está siendo muy distinto del que se tenía incluso en el *IPoM* de septiembre. Agrega que ahora se podría calificar que una salida por el lado de la oferta y la demanda agregada y del PIB, del orden del 6%, dado lo que está ocurriendo con los estímulos macro y dada la reducción de la volatilidad, puede que sea muy débil, y que eso es un problema más de cómo se califique la velocidad en general que está teniendo la actividad, dado el contexto. Reconoce que es verdad que quizás se podría esperar un rebote más fuerte, pero está siendo muy incoherente con lo que se viene discutiendo hace varios meses, por lo que, en ese sentido, estima que es una buena noticia el que no se estén teniendo noticias nuevas de debilidad. Añade que si se observa la demanda interna, en realidad las velocidades son bien significativas, sobre 20% al cuarto trimestre del año pasado.

Respecto de las encuestas de condiciones crediticias, el señor Pablo García menciona que lo primero es determinar cómo se califica una situación normal. Señala que la encuesta pregunta respecto al pivote cero, que no necesariamente es el pivote que se consideraría como razonable. Plantea que se podría pensar que los niveles normales podrían ser los observados en los años 2006 o 2007, pero quizás se podría estimar que esos eran demasiado estimulativos, dado lo que ocurrió después. Destaca que lo que sí es interesante es que las condiciones de demanda se ven bastante más boyantes en el margen que lo que está sucediendo por el lado de los estándares, por lo que, probablemente, la demanda está liderando la expansión del crédito y la mejora en las condiciones crediticias más que el relajamiento generalizado de los estándares y una laxitud en el otorgamiento de créditos. Comenta que ello no se aprecia, de hecho, para algunas categorías, como, por ejemplo, para las Pymes, cuyas condiciones son iguales que las del trimestre pasado.

No habiendo más comentarios, el Presidente, señor José De Gregorio, da por concluida la sesión de la mañana.

Siendo las 16:00 horas, y antes de reanudar la Sesión de Política Monetaria N° 149, el Presidente, señor José De Gregorio, informa que esta es la última vez que el Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco, participe en una Reunión de Política Monetaria, por lo que desea hacer un reconocimiento especial a su relación con el Banco. Expresa que el señor Ministro, dentro su estricto apego a las características de esta Institución, tuvo siempre una relación profesional y de continua colaboración con el Banco, destacando que sus aportes fueron muy valiosos y que su continua cooperación en materias de coordinación y de compartir información fueron muy importantes para el manejo de la política monetaria. Especial mención hace de los momentos más álgidos de la crisis financiera, durante la cual se pudo establecer un alto nivel de coordinación, que permitió mitigar sus efectos sobre la economía. Finalmente, en nombre del Consejo y el suyo propio, agradece y valora profundamente su labor, y le desea éxito en sus nuevas actividades.

El Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco, manifiesta que los agradecimientos son mutuos y muy sentidos de su parte, y aclara que no asistirá a la próxima RPM, porque se encontrará de vacaciones. A continuación, agradece sinceramente al señor Presidente y a todos los presentes. Señala que han sido cuatro años bastantes movidos, resaltando que lo más importante es que los resultados no han sido especialmente movidos, y que ello ha sido logrado conjuntamente y, en buena medida, porque este edificio alberga una institución pública muy buena, bien que cada día es más escaso en nuestro Estado; una institución pública donde los profesionales son buenos, la gente es contratada por sus méritos y los contactos son bastante ajenos al espíritu de la Institución; donde la gente trabaja por el amor a la causa, aunque probablemente podrían ganar más en el sector privado; donde la gente es

per



extremadamente seria, responsable y es un agrado participar, agregando que ha sido un gusto haber compartido con muchos amigos, algunos de antes y otros de ahora. En razón de ello, expresa su gran agradecimiento y sus felicitaciones.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Estudios, señor Pablo García, para que presente las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión.

El Gerente de División Estudios señala que, en atención a que se acaba de divulgar del *IPoM* de diciembre, es natural que la principal consideración para las Opciones sea el contraste entre las proyecciones de dicho *Informe* y la evaluación de la coyuntura reciente, a fin de deducir si hay cambios en la trayectoria implícita de la TPM coherente con la convergencia de la inflación a la meta.

En general, menciona que las perspectivas de crecimiento de corto plazo son similares a las consideradas en el *IPoM* de septiembre y algo mayores a las del mes pasado. Informa que la actividad ha estado algo más dinámica en el corto plazo, liderada fundamentalmente por sectores de recursos naturales, y que la demanda también muestra un mayor crecimiento, aunque su magnitud no alcanza a sugerir un escenario de más expansión que la prevista en plazos más largos. Por otro lado, indica que en el mercado laboral se ha tendido a atenuar el repunte reciente del empleo. Luego, desde el punto de vista de las holguras, no es evidente un cierre de brechas distinto al previsto.

Desde el punto de vista de la inflación, el señor Pablo García destaca que la tendencia subyacente ha sorprendido a la baja, y que, con ello, desde el tercer trimestre del año pasado, y tal como se vio en la sesión de la mañana, las perspectivas de corto plazo para la inflación anual del IPCX1 se han ajustado en torno a un punto porcentual hacia abajo. Plantea que esto puede estar vinculado a un efecto mayor que el previsto de la apreciación cambiaria que ha ocurrido desde esa fecha, pero que los antecedentes disponibles no son concluyentes. Con todo, manifiesta que las expectativas de inflación se ubican muy en línea con las proyecciones del Banco, y que esto confirma que el mercado y los analistas no prevén una caída persistente de los precios.

El señor García señala a continuación que la trayectoria de tasas de mercado, que en diciembre sugería una trayectoria para la TPM más empinada que la del *IPoM*, se ha ajustado significativamente a la baja, lo que indica que el mensaje de política monetaria del *IPoM*, además de los antecedentes coyunturales, han sido incorporados adecuadamente en las expectativas privadas. Menciona que, en general, la trayectoria de los agregados crediticios, las tasas de interés de colocación y los resultados de la aún no pública Encuesta de Crédito Bancario, sugieren que las condiciones financieras siguen volviéndose gradualmente menos restrictivas, pero que, en todo caso, este proceso era de esperar, dado el tono del contexto global y el estímulo monetario interno.

De esta forma, el Gerente de División aludido indica que, desde el punto de vista del mensaje respecto de la TPM, la opción más plausible parece ser la de mantener el lenguaje y los contenidos de la RPM pasada, en particular, en lo que se refiere a que la TPM se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% al menos hasta el segundo trimestre de este año. Sobre el lenguaje acerca de la trayectoria posterior, sugiere que se puede excluir, total o parcialmente, la referencia a que el ritmo de normalización será comparable a las expectativas de la encuesta mensual y más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros. Agrega que es algo que se dijo en la Reunión de diciembre y también en el *Informe*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 149
Política Monetaria
14.01.2010 19.-

Adicionalmente, plantea que en esta ocasión se puede considerar alterar otras tres dimensiones del comunicado. Señala que la primera se refiere a si las perspectivas de inflación subyacente son menores que lo previsto; la segunda, a la mención, como se ha hecho en contadas ocasiones, a que el peso se ha fortalecido; y la tercera, a modificar la referencia sobre que las condiciones crediticias han mejorado en el margen, pero que se mantienen estrechas, a que las condiciones crediticias se han vuelto menos estrechas.

Con relación a aspectos comunicacionales y tácticos, el señor Pablo García sostiene que se debe señalar que no existen expectativas de cambios en la instancia monetaria en esta oportunidad, ya que el foco de la atención estará puesto en la referencia a aspectos específicos del comunicado respecto del de diciembre. Para finalizar, manifiesta que si se considera que, en lo grueso, el escenario sigue siendo compatible con el del *IPoM* y que la probabilidad de escenarios alternativos no ha variado significativamente, es natural que se contemple emitir un comunicado muy similar al del mes pasado.

El Presidente agradece la exposición del señor Pablo García y, a continuación, concede la palabra al señor Ministro de Hacienda.

El Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco, indica que, a diferencia de otras ocasiones, no hay grandes asuntos respecto de los cuales armar una controversia, por lo que solo va a mencionar tres cosas. En primer término, recuerda que en estas Reuniones manifestó varias veces su preocupación por la brecha entre lo que el Banco decía que iba a hacer con la tasa y lo que el mercado parecía creer que el Banco iba a hacer con ella, y que le parece destacable y positivo que en los últimos treinta días haya ocurrido una convergencia entre lo uno y lo otro y que, efectivamente, la trayectoria de la tasa implícita en los precios de mercado coincida más o menos con lo que el Banco ha señalado. En segundo lugar, expresa que cualquier modificación pequeña en el comunicado debería apuntar a fortalecer esa señal, de modo que se consolide esa convergencia de tasas o de trayectoria. Para finalizar, el señor Ministro efectúa una mención al fortalecimiento del peso, ya que, en su opinión, nunca esta de más.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la intervención del señor Ministro de Hacienda y, no habiendo más comentarios, da paso a la votación.

El Consejero señor Rodrigo Vergara agradece el trabajo preparado por el *staff* del Banco, y señala concordar, en términos generales, con el análisis sobre la economía nacional e internacional, en particular, con respecto a la evolución del entorno externo, donde las perspectivas de un mayor crecimiento se han mantenido, aunque con señales mixtas que aún llaman a la cautela.

En lo nacional, y más allá de cambios menores, menciona que la actividad sigue su curso en el rango de lo estimado, con una demanda interna acelerándose y que hace presagiar que no habrá, por el momento, mayores cambios en las proyecciones de actividad.

El señor Rodrigo Vergara hace presente que las proyecciones de inflación también se mantienen, aunque existe una revisión hacia abajo de la inflación subyacente sobre la base de los últimos antecedentes. En su opinión, la volatilidad exhibida por los precios en el último tiempo y la todavía demasiado incipiente evidencia de que habría un mayor coeficiente de traspaso, hacen prematuro considerar, en esta oportunidad, un cambio en las señales dadas hasta ahora con relación a este tema. Por cierto, manifiesta que de persistir la tendencia, cabría considerarlo en próximas Reuniones.

R



Dados los antecedentes presentados, a juicio del señor Vergara lo que cabe es mantener la TPM en los niveles actuales y continuar con la trayectoria preestablecida de retiro de la FLAP. A este respecto, considera necesario seguir de cerca los eventuales efectos que este retiro podría tener en las condiciones de mercado.

Con respecto al mensaje sobre hasta cuándo se mantendría la TPM, estima que no es oportuno innovar en este momento por las razones señaladas. En lo que se refiere a la trayectoria de la TPM, manifiesta inclinarse por sostener que es similar a la esperada por el mercado. Finalmente, expresa que tampoco cree necesario innovar en lo referente a las condiciones crediticias y a lo cambiario.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara vota por mantener la TPM en su nivel actual.

A continuación, el Consejero señor Sebastián Claro señala que las últimas cifras conocidas, tanto en el ámbito nacional como internacional, confirman las tendencias proyectadas en el último tiempo, estimando que este es el principal insumo para la presente Reunión. Plantea que la implicancia fundamental es la de no innovar, por lo que vota por mantener la TPM en su nivel actual y continuar con el programa anunciado de modificación de la FLAP de acuerdo con lo previsto.

En el ámbito internacional, indica que las cifras han sido positivas y confirman una recuperación de la actividad y de la demanda, subsistiendo todavía una inquietud sobre la velocidad de mediano plazo, esto es, entre 2011 y 2012, de la actividad en el mundo desarrollado. Señala que llama la atención la cautela planteada por las autoridades monetarias norteamericanas, que, en su opinión, reflejan la percepción de que parte de la tranquilidad y de la creciente actividad en los mercados financieros y monetarios parece muy dependiente de la proactividad de los bancos centrales. Subraya que esto es preocupante porque necesariamente parte de los estímulos deberán retirarse, si no aquellos referidos al bajo costo del dinero, sí los relacionados con el seguro que la FED está otorgando a todas las operaciones monetarias.

El señor Sebastián Claro destaca luego la evolución de los precios de los *commodities*, ya que su incremento ha sido importante y no parece estar dominado por efectos cambiarios. Su implicancia sobre las proyecciones de inflación a mediano plazo deberá ser evaluada oportunamente, puntualiza.

En el plano interno, el señor Claro afirma que la cifra de actividad mensual estuvo por sobre lo previsto y que la cifra de inflación estuvo en línea con las expectativas del mercado e internas, aunque con una composición algo diferente. Agrega que la cifra de actividad es favorable, pero contiene un componente importante asociado a sectores de recursos naturales.

En opinión del señor Consejero, ninguna de estas cifras constituye evidencia de algún desvío relevante sobre las perspectivas de inflación o de la trayectoria esperada de la política monetaria, lo que justifica enviar esa comunicación al mercado. Sostiene que la menor cifra de inflación subyacente en componentes ligados al sector transable puede estar reflejando efectos de la apreciación cambiaria, pero que ello puede corresponder a un adelantamiento del efecto cambiario, por lo que las menores cifras de inflación subyacente observadas no deben traducirse automáticamente como menores presiones inflacionarias hacia mediano plazo.



Respecto de los mercados monetarios y crediticios, el señor Sebastián Claro plantea que la menor incertidumbre y las positivas cifras de actividad comienzan a dar inicio a un cambio de portafolio gradual en los agentes del mercado, con lo que la alta liquidez comienza a generar un efecto expansivo de la política monetaria importante, y que ello se puede estar reflejando en la baja en las tasas de interés, tanto del mercado monetario como de largo plazo. Añade que la creciente evolución de los saldos en la FLAP es coherente con lo expuesto, aspecto que deberá ser cuidadosamente evaluado en las próximas Reuniones.

Finalmente, reitera su preocupación por la tasa de crecimiento de los salarios nominales, que aún se mantiene en tasas superiores al 5%, reflejando la dificultad para ajustarse a las condiciones cíclicas.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por mantener la TPM en su nivel actual y redactar un comunicado similar al anterior.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall, agradece al *staff* por el apoyo brindado.

El señor Enrique Marshall señala que las noticias del último mes tienden a confirmar, en general, el escenario descrito en el último *IPoM*, el que en términos gruesos se viene visualizando desde hace varios meses, lo que es señal de la mayor estabilidad alcanzada en el último tiempo.

En el frente externo, el señor Marshall indica que las perspectivas de recuperación se ven afianzadas para este año, no obstante las divergencias entre regiones y la debilidad que aún muestra el empleo. Agrega que los mercados financieros, con algunas excepciones, mantienen en general las tendencias que venían observando, y las perspectivas inflacionarias, si bien han registrado algún ajuste al alza, permanecen contenidas.

No obstante lo anterior, en opinión del señor Consejero, los riesgos en adelante siguen siendo relevantes y deben ser monitoreados con atención. Anticipa que este año, un factor de riesgo que estará muy presente es el retiro de las políticas de apoyo y estímulo, y que en esa perspectiva, el desafío para las autoridades es enorme.

Hace presente que a ello se agrega la incertidumbre, que probablemente permanecerá por algún tiempo, sobre cómo se resuelven los problemas de orden más bien estructural que se relacionan, de una u otra forma, con la crisis, como son la debilidad de los sistemas financieros, el deterioro de las posiciones fiscales de algunos países desarrollados y los desequilibrios externos observados por actores relevantes de la economía mundial. Destaca que todo ello tiene particular incidencia en las perspectivas de crecimiento para el mundo más allá del año 2010.

El señor Enrique Marshall expresa que el aumento en los precios de las materias primas también es un factor de preocupación y que, en el último mes, los metales y la energía tuvieron incrementos muy significativos que, de persistir, podrían afectar las expectativas inflacionarias.

Para las economías emergentes, menciona que una creciente preocupación es la tendencia hacia la apreciación de sus monedas y, muy especialmente, el riesgo de que ello se intensifique en los próximos trimestres como resultado de los desarrollos que se están observando.

EM



En el frente doméstico, el señor Marshall plantea que los mercados de renta fija han observado algunas correcciones a la baja en sus tasas de interés, revirtiendo alzas previas, y que con estos movimientos, que responderían principalmente a noticias provenientes del frente interno, prácticamente se ha eliminado la brecha que existía entre las señales de política y las tasas de mercado.

Indica que el peso ha mostrado volatilidad en el curso del último mes, depreciándose después de la última RPM, para luego retomar una tendencia apreciativa, por lo que sus implicancias deben ser procesadas con atención.

El señor Enrique Marshall señala que el crédito, visto en forma agregada, no muestra todavía un claro repunte. Al respecto, detalla que las operaciones comerciales han seguido cayendo y que las únicas que permanecen en una senda expansiva son las operaciones para la vivienda, como ha ocurrido en ciclos anteriores.

En cuanto a las tasas de interés, el señor Marshall hace presente que han alcanzado los niveles previos a la crisis y que en algunos segmentos se siguen observando correcciones a la baja, lo que se explicaría, en alguna medida, por la mayor selectividad en las operaciones cursadas.

Los bancos, prosigue, reportan una leve mejoría en las condiciones crediticias ofrecidas a los clientes y una mayor demanda por crédito. Advierte que este es un antecedente importante, pero parcial, de manera que debe ser procesado con precaución. Agrega que si se considera toda la información disponible, se puede argumentar que, efectivamente, el cuadro en materia de crédito ha evolucionado en un sentido positivo, pero que está todavía lejos de lo que se podría calificar como un cuadro normal, lo que supone el retorno a un crecimiento razonable y sostenible de las colocaciones bancarias.

El señor Consejero aludido menciona luego que el registro de Imacec de noviembre, junto con mostrar la primera cifra de variación anual positiva del año, confirmó que la actividad se está recuperando, infundando cierto grado de optimismo, que ha llevado a los analistas privados a corregir levemente al alza sus proyecciones para el año 2010.

Con todo, señala que las últimas cifras de actividad no permiten despejar completamente ciertas dudas sobre el vigor que tendría la recuperación en el curso de este año, lo que, sin duda, tiene importantes implicancias para la política monetaria.

En relación con el mercado laboral, el señor Enrique Marshall destaca que entrega señales positivas, pero aún relativamente débiles, y que si bien el empleo reacciona normalmente con algún rezago, es claro que el fortalecimiento de su evolución es crucial para afianzar el proceso de recuperación en su conjunto.

A continuación, el señor Marshall se refiere a la inflación anual, que cerró el año con una cifra negativa, como se había anticipado, y que las perspectivas de corto plazo siguen apuntando a una inflación bastante baja, que incluso podría ser algo menor que la prevista con anterioridad. Ello, acota, se relacionaría en alguna medida con los movimientos observados en el tipo de cambio.

El Consejero señor Marshall subraya que las perspectivas de mediano plazo siguen apuntando a una gradual convergencia a la meta, conducida principalmente por la recuperación de la actividad. En esa perspectiva, indica que las visiones son bastante coincidentes, pero que persiste, sin embargo, algún grado de incertidumbre sobre la trayectoria

22



misma de la inflación, esto es, sobre la velocidad con que ello ocurriría y la volatilidad que se podría observar a lo largo del tiempo.

Plantea que las expectativas para la TPM se han vuelto a moderar y parecen bastante alineadas con las señales entregadas por el Banco Central en diciembre pasado. En su opinión, este es un punto que debería ser comunicado directa o indirectamente al mercado.

En suma, el señor Marshall señala que para un escenario macroeconómico que no ha experimentado cambios significativos, la recomendación de mantener la TPM en su actual nivel, por lo menos hasta el segundo trimestre del presente año, permanece plenamente vigente. Agrega que la política monetaria ha apoyado decididamente la recuperación y debe seguir cumpliendo ese rol, advirtiendo que, por el momento, el principal riesgo que se enfrenta es el de retirar el estímulo monetario prematuramente.

Para finalizar, manifiesta su intención de dejar constancia de algún grado de preocupación por los efectos que tendrá la reducción de los saldos acumulados por la FLAP, a medida que ello ocurra en el transcurso de los próximos meses. Estima que, por el momento, esos efectos se visualizan como muy acotados, pero que de todas formas parece conveniente seguir este proceso con atención.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50%.

El señor Presidente concede la palabra al Vicepresidente, señor Manuel Marfán, quien agradece el análisis del staff y declara hacer suyo el listado de antecedentes del punto 2 de la Minuta de Opciones, a la que añade los siguientes comentarios.

En primer término, el señor Manuel Marfán señala que las principales economías han mantenido, en lo grueso, las perspectivas de hace un mes, y que hay ciertas economías de menor tamaño relativo que han comenzado a exhibir mayor vulnerabilidad y que requieren más atención, como es el caso en América Latina de Argentina y Venezuela, y en la Zona Euro, de España y, especialmente, Grecia e Islandia. Menciona que esta es una visión a las que se añadieron hace un mes atrás.

En general, manifiesta que las principales economías han evitado una recesión profunda sobre la base de combinaciones de política inéditamente expansivas, las que son sostenibles en el corto plazo, pero no en el largo plazo. Por lo mismo, a su juicio, a medida que avanza el tiempo se acorta el plazo para retirar las políticas expansivas, a la vez que no parece que esas economías y sus sistemas financieros puedan todavía sostenerse sobre la base de fundamentos del Estado.

En lo interno, el señor Manuel Marfán indica que el escenario central del último *IPoM*, como señala la Minuta de Opciones, sigue siendo el más probable. Con todo, agrega que los riesgos de la inflación parecen haber transitado del equilibrio hacia un sesgo a la baja.

El señor Marfán declara compartir el análisis de la Minuta de Opciones en cuanto a la decisión de mantener la TPM en su nivel actual, y que lo que cabe decidir es más bien el contenido del comunicado. Al respecto, señala que no mencionaría el fortalecimiento del peso ni las menores perspectivas de inflación subyacente, principalmente para no introducir modificaciones al contenido del mismo como una señal, mientras que sí eliminaría la comparación que se hizo en el comunicado anterior y que es inédita, por lo menos durante el tiempo que ha estado en el Consejo, respecto de la trayectoria futura esperada para la TPM y

fer



su relación con las expectativas y los precios financieros, estimando que es conveniente retirarla.

Finalmente, el señor Vicepresidente menciona que modificaría la referencia sobre las condiciones crediticias, señalando que se han vuelto menos estrechas. En todo lo demás, incluyendo las referencias a las FLAP, sugiere mantener el comunicado tal como hace un mes atrás.

En consecuencia, el Vicepresidente, señor Manuel Marfán, vota por mantener la TPM en su nivel actual, modificando en el margen los contenidos del comunicado.

Para concluir con la votación, el Presidente, señor José De Gregorio, indica que las noticias más recientes confirman, a grandes rasgos, un panorama de estabilización de las perspectivas de la economía mundial, de recuperación de la economía chilena y de presiones inflacionarias muy contenidas. No obstante, destaca algunos elementos importantes de la actual coyuntura.

Respecto de la economía internacional, el señor Presidente señala que se aprecia un panorama de crecimiento y baja inflación, pero que aún persisten riesgos; que este panorama está acompañado de un alza en el precio de las materias primas, en especial cobre y petróleo; que, en lo más inmediato, aún existen tensiones en los mercados financieros, aunque acotadas, y que existe incertidumbre sobre la forma en que se irán retirando los impulsos fiscales, en particular en aquellas economías con posiciones fiscales más vulnerables; que, por otro lado, existe una gran incertidumbre sobre la dirección de los flujos de capitales, resultado de muchos países con cuentas corrientes superavitarias, y la consecuente evolución de los tipos de cambio. Manifiesta que todo ello puede tener impactos no despreciables sobre nuestras perspectivas inflacionarias y las implicancias sobre la política monetaria, aun cuando todavía no se aprecian desarrollos relevantes que hagan cambiar el escenario central del último *IPoM*.

En el ámbito interno, el señor José De Gregorio indica que se han observado presiones inflacionarias algo más reducidas que las estimadas para el *IPoM* y perspectivas de crecimiento en lo que queda del año algo mayores, y que ambas novedades, en todo caso, están dentro de los rangos de variación usuales. Añade que a las menores presiones inflacionarias se ha sumado cierta persistencia en la apreciación del tipo de cambio que empezara a ocurrir con bastante fuerza un par de meses atrás y que pudiera tener implicancias sobre el escenario futuro de inflación. En todo caso, plantea que la evolución del tipo de cambio desde una perspectiva algo más larga indica que lo que ha ocurrido en Chile no es una situación excepcional, y que se explica por la debilidad del dólar, que se repite en un gran número de economías emergentes y también en la mayoría de las economías exportadoras de materias primas. Puntualiza que Chile pertenece a ambos grupos.

Con todo, destaca que no aparecen signos evidentes que hagan variar la evaluación de las perspectivas inflacionarias y la evolución de las brechas de actividad, de manera que el escenario esperado de mantención de la TPM en su nivel mínimo hasta al menos el segundo trimestre de este año, sigue apareciendo como el escenario más probable.

No obstante, sostiene que se debe seguir con cuidado las potenciales desviaciones de la inflación de su trayectoria esperada, en particular respecto del retraso de la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte de políticas, y que de ocurrir dichas desviaciones, se deberá aplicar una política monetaria coherente con ello.



Por lo anterior, el Presidente, señor José De Gregorio, declara que su voto es por mantener la TPM en su nivel actual de 0,5% y seguir con un comunicado muy similar al del mes anterior.

El señor José De Gregorio se refiere a continuación a los potenciales cambios que se podrían incorporar en el comunicado, señalando, en primer lugar, que no le parece conveniente mencionar que las perspectivas de inflación subyacente son menores que lo previsto, ya que no se cuenta con información como para afirmar que es un fenómeno relativamente persistente. Manifiesta que tampoco le parece indicado señalar que el tipo de cambio se ha fortalecido, porque ello no ha ocurrido en el último mes. Al respecto, recuerda que la apreciación del tipo de cambio ocurrió con fuerza en la Reunión de noviembre, que fue cuando se incluyó en el comunicado, mientras que desde la Reunión de diciembre, en la que no se hizo mención al tipo de cambio, no ha habido cambios muy importantes. Es decir, aclara que, dependiendo de qué escenario se considere, está en niveles muy parecidos, pero, en todo caso, si se considerara hacer referencia o se concluyera que hay presiones inflacionarias subyacentes menores que las previstas y, al mismo tiempo, un fortalecimiento persistente del tipo de cambio, sin duda eso tendría implicancias bastante mayores sobre las perspectivas de política monetaria, que no es precisamente lo que en estos momentos se está acordando. Declara no tener problemas en modificar la referencia sobre mantener que las condiciones crediticias han mejorado en el margen, pero sí eliminar la referencia a que se mantienen estrechas, no porque sea un juicio de cuán estrechas estén o no, sino porque nuevamente puede ocurrir, como ya ha sucedido con muchos comunicados, que una frase pasa a ser una especie de frase ancla, y el día que ella no aparezca, va a dar la impresión de que el Banco Central declaró que ya no eran esas las condiciones, de manera que estima que este podría ser un buen momento para sacar ese agregado.

Con todo, el señor Presidente reitera que su voto es por mantener la TPM en 0,5%, decisión que es unánime.

149-01-100114 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual.

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 0,50% anual.

En el ámbito externo, los datos recientes reafirman las perspectivas de actividad global para este año, que han incidido en una progresiva estabilización de los mercados financieros. Los precios del cobre y del petróleo han vuelto a aumentar.

En el plano interno, la información disponible sugiere que la actividad y la demanda se están expandiendo. La tasa de desocupación ha continuado reduciéndose. Las condiciones crediticias se han vuelto menos estrechas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 149
Política Monetaria
14.01.2010 26.-


En diciembre, el IPC y las diversas medidas subyacentes mostraron reducciones. La dinámica salarial sigue acorde con sus patrones históricos. Se prevén registros de inflación anual reducidos en los próximos trimestres, mientras que las expectativas de inflación de mediano plazo se han mantenido estables.

El Consejo considera que el entorno macroeconómico es congruente con una TPM que se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% hasta al menos el segundo trimestre de este año. Con ello, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."


El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:55 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente




JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero




ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe Subrogante





BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 150 celebrada el 11 de febrero de 2010

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

Asisten también los señores:

Gerente General Subrogante, Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División de Estudios,
don Pablo García Silva;
Gerente de División de Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División de Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División de Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales Subrogante,
don Luis Felipe Alarcón Gazmuri;
Gerente de Investigación Económica Subrogante,
don Pablo Pincheira Brown;
Gerente de Estabilidad Financiera Subrogante,
don Ari Aisen;
Gerente Asesor de Comunicaciones Subrogante,
don Jaime Troncoso Rojas;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior, doña Erika Arraño González;
Asesora de la Presidencia, doña Mariana García Schmidt; y la
Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 150, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de agosto de 2010 para el día 12 de dicho mes.

El señor Presidente informa que no asistirá ningún representante del Ministerio de Hacienda a la presente Reunión, luego de lo cual ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, para que presente la información sobre el escenario externo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición mencionando los principales desarrollos ocurridos en el escenario internacional durante el último mes. Cita, en primer término, el surgimiento de una preocupación sobre la fragilidad fiscal de las economías de la periferia europea, que ha elevado la volatilidad de los mercados financieros y motivado, además, la búsqueda de refugio por parte de inversionistas. En este contexto, señala que se han registrado caídas en las tasas de interés de largo plazo y se han postergado las expectativas de alzas de las tasas de política monetaria (TPM) en un grupo relativamente importante de economías. El dólar, agrega, ha tendido a apreciarse.

Por otro lado, indica que la actividad mundial sigue dando cuenta del proceso de recuperación, pero que se ha moderado la velocidad en los últimos registros del año 2009. Informa que la confianza empresarial también ha continuado mejorando, y que se suman algunas sorpresas positivas por el lado de confianza de los consumidores. El mercado laboral, en tanto, ha estado mostrando algunos signos de estabilidad en algunas economías.

Como último desarrollo destacable, menciona que la inflación total ha aumentado en gran parte de las regiones y que las medidas subyacentes, en tanto, se han mantenido más bien estables en las economías desarrolladas. No obstante, hace presente que las proyecciones de inflación para el año 2010, en general, se han ajustado levemente al alza.

A continuación, el señor Sergio Lehmann expone en detalle la situación del escenario internacional. Destaca, en primer lugar, que, dado el contexto del último mes y las turbulencias que han aparecido, se han elevado los premios por riesgo de Europa, particularmente, en el caso de Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España, países conocidos como los PIIGS. Menciona especialmente que el *CDS spread* a 5 años aumentó significativamente en el caso de Grecia, alcanzando a los 400 puntos base en el último mes y que luego registró una reversión en los últimos días, a propósito de muestras de confianza, confirmadas en el día de hoy, con motivo de una manifestación de apoyo por parte de la Unión Europea a dicho país. Con ello, se espera que dicha reversión se acentúe algo más. Luego, y con el objeto de tener una mirada tal vez más orientada a los países de la periferia europea, hace referencia al *spread* respecto de los bonos alemanes, indicando que también presentan un aumento relevante, subrayando nuevamente el récord alcanzado por Grecia antes mencionado.

El Gerente de Análisis Internacional comenta que los mercados bursátiles han reaccionado negativamente frente a esta situación, ya que la incertidumbre se ha manifestado en caídas tanto en las bolsas de América Latina como en las de los mercados desarrollados y Asia emergente. Añade que la volatilidad de los mercados ha registrado un aumento y que se sitúa en cerca de 30%, lo que si bien se compara negativamente con los niveles más estables o de mayor normalidad, esto es, en torno a 20%, no alcanza la situación observada en septiembre del año 2009, oportunidad en que la volatilidad de los mercados emergentes bordeó el 100% y la de los mercados desarrollados, el 80%.

El señor Lehmann explica que los aumentos de los CDS en Europa obedecen fundamentalmente a cifras fiscales extremadamente negativas, citando en especial, el caso de Grecia, Islandia, Italia, Portugal y España. Al respecto, detalla que el balance fiscal proyectado para el año 2010 se encuentra en niveles de -12% en el caso de Grecia; de -15% en el caso de Islandia; y de -10% en España. Agrega que la deuda del gobierno, en general, que es probablemente el elemento que ha incidido en forma relevante en la situación de fragilidad en Grecia, alcanza aproximadamente el 125% del PIB, recordando que en cuanto al dato de balance fiscal, hubo aparentemente una carencia de transparencia respecto a las cifras de deuda fiscal, lo que llevó a que se registrara un incremento entre los años 2008 y 2009 de casi 6 puntos del PIB. Por último, indica que el saldo de cuenta corriente de los países citados exhibe, en general, un déficit importante.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Al respecto, el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, plantea que resulta relevante analizar el flujo de vencimientos de corto plazo más que el *stock* de la deuda, mencionando que Inglaterra, por ejemplo, no tiene problema con ello, no así en la situación de Grecia. El Gerente de Análisis Internacional destaca al respecto que Grecia tiene que financiar servicios y amortizaciones por aproximadamente el 10% del PIB durante el 2010, lo que claramente no es un nivel sostenible.

El señor Sergio Lehmann menciona que lo anterior se ha reflejado también en el comportamiento de otros mercados, producto fundamentalmente del mayor grado de aversión al riesgo, que ha llevado a los inversionistas a reducir sus posiciones en mercados bursátiles y se ha reflejado en aumentos de los CDS. Hace presente que las caídas de bolsas son transversales en prácticamente todas las economías, y particularmente en Europa, por los motivos expuestos. En cuanto al aumento de los CDS, destaca que este ha sido significativo en Portugal, especialmente, desde la última RPM, mientras que en el caso de Grecia no lo ha sido desde la última Reunión, pero sí desde el 15 de septiembre de 2008, fecha de la caída de Lehman Brothers.

En cuanto a las paridades, el señor Lehmann reporta que han mostrado movimientos marcados por condición de refugio de valor del dólar. Como consecuencia de ello, indica que el dólar ha tendido a apreciarse en términos importantes. Informa que, mirada la paridad de la moneda local por dólar, la zona Euro muestra una depreciación fuerte, producto de ciertos cuestionamientos o dudas respecto del euro, situación que se repite en economías emergentes, donde se observan importantes depreciaciones de las monedas locales. Agrega que respecto de la RPM de enero del 2010, prácticamente todas las economías muestran una depreciación y que en Chile, por motivos más idiosincrásicos, el peso registra una depreciación más marcada que el resto de las economías. Para resumir, manifiesta que las economías exportadoras de *commodities* son las que lideran las fuertes depreciaciones en el último mes, mencionando que en Australia esta alcanza a 6% y en Nueva Zelanda alrededor de 7%.

Al proseguir con su exposición, el Gerente de Análisis Internacional, señor Lehmann, señala que las tasas tendieron a disminuir producto de la búsqueda de refugio de valor. Menciona el caso de la tasa a 10 años, que ha experimentado una caída y, luego, en los últimos dos días, una ligera reversión, con motivo del anuncio de apoyos a Grecia, lo cual, de alguna manera, redujo el grado de aversión al riesgo, registrándose aumentos en el margen.

Al respecto, el Presidente, señor José De Gregorio, comenta que la probabilidad de rescate reduce el riesgo, agregando que, en su opinión, la disminución de tasas no obedeció a un aumento del apetito por riesgo, sino porque hubo menor riesgo.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, expresa que el mercado tomó negativamente el anuncio respecto del apoyo a Grecia, ya que la información del día da cuenta de que las bolsas están cayendo y que el euro se depreció, lo que podría obedecer a que el riesgo que el mercado está considerando se refiere a cuál será la próxima economía que entrará en crisis.

En relación con lo expresado anteriormente, el señor Kevin Cowan indica que, a su juicio, el problema es que los mercados esperaban un anuncio más concreto por parte de la Unión Europea, por cuanto este solo se refiere a compromisos amplios de buscar la manera de apoyar a Grecia, ya sea vía un país o mediante la emisión de eurobonos.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, señala que le llamó la atención que cuando se trata de rescatar al sector público por su endeudamiento por parte de otro país, lo que se debiera esperar es algún grado de condicionalidad, que en este caso no ha sido mencionada en el anuncio. Al respecto, manifiesta tener la impresión que al



BANCO CENTRAL DE CHILE

interior de la zona Euro ello reviste una complicación significativa, porque la condicionalidad significa en alguna forma limitar la soberanía en materia económica. Agrega que, tal vez pueda ser impuesta a Grecia, pero duda que ello sea posible en el caso hipotético que Francia pudiera tener en lo futuro problemas fiscales.

El Gerente de Estabilidad Financiera Subrogante, señor Ari Aisen, plantea que le sorprende que no se haya recurrido al Fondo Monetario Internacional, porque en materia de condicionalidad, este organismo tiene experiencia en la aplicación de ese tipo de programas.

El Gerente de Análisis Internacional retoma su exposición, indicando que las operaciones de futuros han dado cuenta de un aplazamiento de los aumentos de TPM en las economías desarrolladas para fines del tercer trimestre de este año, aclarando que este movimiento incluye los anuncios de Presidente del FED, señor Ben Bernanke, del día anterior sobre la disposición a iniciar el retiro de los paquetes de liquidez extraordinarios que se introdujeron con motivo de la crisis. Agrega que este aplazamiento en los aumentos de las TPM se han presentado también a nivel global y que se producirían con mayor agresividad a partir de la segunda parte del año, y no durante el presente semestre, que era lo que se estimaba hace un mes atrás.

El señor Sergio Lehmann informa a continuación que las turbulencias y, en parte, las medidas de restricción de créditos en China afectaron los mercados de *commodities*. De hecho, informa que el precio del cobre ha caído 13%, pero que en los últimos dos días ha tendido a recuperarse; que la gasolina y el petróleo han disminuido 9%, aproximadamente, y los cereales en el orden de 10%.

En cuanto a los elementos que estarían detrás del precio del cobre, el señor Lehmann indica que hay una cierta correlación entre este y la producción industrial ponderado por uso de cobre, donde claramente China, Estados Unidos y Europa son las economías que tienen mayor representación, por lo que se puede señalar que, de alguna manera, lo que ha estado sosteniendo el precio del cobre sería una mayor demanda esperada, particularmente de parte de China. Añade que lo anterior se ha producido en un contexto de aumento de los inventarios sobre producción industrial, si bien todavía están en niveles relativamente bajos en comparación con los alcanzados en la primera mitad de la presente década.

En materia de proyección del precio de cobre, el señor Lehmann hace presente que no se ha modificado la estimación del Banco, de US\$ 2,7 la libra promedio para este año y el próximo, mientras que otros agentes tienen una visión más optimista, como es el caso de Cochilco y de Consensus Forecasts. A una consulta del señor Presidente, el señor Lehmann confirma que el Banco tiene la estimación más pesimista en cuanto al precio del cobre futuro y que, incluso, los otros agentes han efectuado proyecciones para el 2011 más altas que para el presente año. Explica que el precio proyectado por el Banco se basa en el supuesto de la existencia de elementos relacionados con la oferta que empezarían a introducirse o aparecer en este año, los cuales deberían moderar este comportamiento.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta si el ser más pesimista en esta materia es un patrón seguido por el Banco, a lo cual el señor Lehmann responde que no lo es, en tanto que el señor Pablo García señala que la estimación se vincula con el diagnóstico de precios a largo plazo que se ha mantenido después de haberse incrementado en torno a US\$2 la libra en términos reales. Añade que la percepción es que va a alcanzar ese valor y explica que el precio de largo plazo mencionado, de US\$2 la libra en términos reales, se obtiene de estimaciones efectuadas sobre la base de modelos a largo plazo respecto del precio del cobre y las proyecciones de demanda. El señor Lehmann aclara que las proyecciones fueron hechas antes de las turbulencias financieras y de los anuncios de restricciones crediticias en China, y que, de hecho, son las mismas que las del último *Informe de Política Monetaria*, IPoM, de diciembre de 2009,



BANCO CENTRAL DE CHILE

por lo que no sería extraño que más bien tiendan a moderarse en algún grado durante las últimas semanas. Añade que dicha proyección es válida para el presente año y el próximo, y que si se ha revisado a la baja el precio de petróleo a propósito del uso de los futuros, lo que ha significado alguna corrección.

En cuanto a actividad, el señor Sergio Lehmann menciona que continúa la recuperación global, aunque a un ritmo más moderado. Reporta que las exportaciones reales también están subiendo, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, y con algunos vaivenes en estas últimas. Indica que el deterioro del empleo se ha detenido en la mayoría de las economías y que la creación de empleo se ha mantenido y es positiva en algunas economías, informando que en la mañana se supo que en Estados Unidos se leyó positivamente el dato de subsidio de desempleo, que muestra una caída importante. En consecuencia, señala que ha habido en el margen algunos signos de estabilidad para el sector laboral en un grupo amplio de economías, que, de hecho, coincide con una percepción tal vez algo más optimista por parte de los consumidores que, sorpresivamente, y particularmente en el caso de Estados Unidos, mostró una recuperación en la última lectura, que no era esperada por el mercado.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si son semejantes las importaciones de las diversas economías, como también si es efectivo que estas se concentran en Asia, a lo cual el señor Lehmann responde que en las economías asiáticas se han visto aumentos relevantes de importaciones, no así en algunas economías de Europa y Estados Unidos.

Refiriéndose a los mercados hipotecarios, el Gerente de Análisis Internacional hace presente que continúan recuperándose lentamente. Detalla que se observan aumentos en los precios nominales de viviendas en un grupo grande de países y relativa estabilidad en otros, mencionando especialmente que en el caso de Estados Unidos de América se está estabilizando el aumento del precio de viviendas que se había observado en el margen. Destaca que tal vez lo más interesante sea que el precio de las propiedades comerciales dejó de caer y que, de hecho, exhiben un ligero aumento, lo cual también es un signo relativamente positivo.

En términos de venta de viviendas, el Gerente aludido informa acerca de un cierto grado de volatilidad, con motivo de percepciones sobre la supresión del subsidio, que se mantuvo finalmente, afectándose con ello las cifras y llevándolas a exhibir movimientos muy marcados últimamente. Los tiempos de venta de vivienda, agrega, se han mantenido relativamente estables, aunque también con cierta volatilidad.

El señor Sergio Lehmann informa a continuación que las condiciones crediticias han comenzado a estabilizarse y que en el caso de Estados Unidos se observa, por primera vez, un signo de un ligero relajamiento. Agrega que si se revisan estas por sector en Estados Unidos de América, fundamentalmente asociadas a empresas, como el caso de hipotecario *prime* y otros consumidores, todavía se aprecia una situación relativamente comprimida. En este contexto, señala que el endeudamiento de los hogares ha continuado cayendo, dando cuenta de que continúa el proceso de desapalancamiento de las familias, situación que era más bien previsible.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que se observa con bastante claridad la existencia de cierto desajuste entre la respuesta a la pregunta que se hacen a los bancos y las condiciones crediticias, que muestran una mejora respecto del momento crítico, no así en cuanto al crédito. El señor Lehmann confirma que, efectivamente, los préstamos se encuentran limitados. El Consejero señor Enrique Marshall agrega que los bancos han comenzado a informar sobre cambios en sentido positivo a las condiciones crediticias, pero que, sin embargo, su reflejo en la evolución de los agregados crediticios se encuentra con algún grado de rezago o desfase.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Al respecto, el señor Kevin Cowan indica que en Estados Unidos de América, al igual que lo que ocurre con la encuesta del Banco, este tema es una consecuencia de que si bien las empresas bancarias aplican políticas menos restrictivas que en el trimestre anterior, en la práctica las condiciones crediticias siguen estrechas, lo que es consistente con la escasa reactivación del crédito.

En materia de inflación, el Gerente de Análisis Internacional señala que ha aumentado la inflación total de Chile, tal como se calcula en Estados Unidos de América, lo que excluye alimentos y energía, mientras que en las economías desarrolladas se mantiene estable. Agrega que, por otra parte, la inflación muestra bastante volatilidad en las economías emergentes, con caídas en algunas economías y aumentos en otras, en algunos casos con niveles en torno a 5% y en otros más bien cercanos a 0%.

En materia de inflación, el señor Sergio Lehmann reitera que se observan aumentos en prácticamente todas las economías y que, de hecho, las proyecciones tienden a subir en casi todas las regiones, aclarando que estas se refieren a inflación *headline* para el año 2010.

Finalmente, el señor Lehmann señala que en términos de crecimiento mundial se tiene una visión levemente más optimista para el año 2009, fundamentalmente explicada por Estados Unidos de América, cuyo crecimiento anunciado para el cuarto trimestre de 2009 fue superior a lo previsto, con lo que el crecimiento habría sido -2,4% en el año 2009, mayor que el esperado. Para el presente año, indica que, no obstante las turbulencias y lo que se ha producido en los mercados financieros, las proyecciones están subiendo todavía, por lo que probablemente no han incorporado parte de ese efecto. De hecho, indica que no sería extraño que en la próxima revisión se observe una Europa creciendo algo menos, producto justamente de este movimiento de capitales desde inversiones más riesgosas a otras de mayor seguridad, o *flight to quality*, que se produjo durante el último mes, lo que seguramente va a tener algún efecto en materia de crecimiento.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta acerca del factor que explicaría la diferencia entre la evolución de la inflación subyacente en Chile y la de otras economías. Agrega que la diferencia es notoria y que resulta difícil de explicar al comparar la evolución de la actividad o la misma evolución cambiaria respecto de otros países. Asimismo, solicita que se precisen los fundamentos que estarían determinando que otros países tengan marginalmente tanto mayores expectativas de inflación como registros *spot*.

El señor Presidente indica que se están efectuando diversos análisis al respecto, esperando que en el próximo mes de marzo se obtengan algunos resultados. Cita, a modo de ejemplo, los índices de libertad económica, que reflejarían que la fluctuación en Chile sería mayor, por cuanto tiene menos restricciones a los precios. El señor Pablo García agrega que habría una hipótesis adicional, consistente en un cambio discreto en las expectativas de inflación que pudiera haber afectado en Chile en relación con el resto del mundo, ya que se produjo un movimiento fuerte en las expectativas de inflación hacia el alza y luego un significativo descenso, y ello habría afectado de manera importante la dinámica de corto plazo de la inflación.

El Gerente de Investigación Económica Subrogante, señor Pablo Pincheira, refiriéndose a la diferencia de inflación subyacente aludida, señala que se elaboró un trabajo en el que se analizó el período correspondiente a los años 2000 al 2006, antes del *shock* de *commodities*, el que señaló que en Chile había claramente una mayor persistencia de la inflación subyacente que respecto de otros países industrializados. Explica que cuando se aplicaba el *shock* del precio del petróleo, por ejemplo, todos los



BANCO CENTRAL DE CHILE

impulsos-respuesta en las economías desarrolladas arrojaban el punto más alto del efecto alrededor de los seis meses, en tanto, en el caso de Chile el inicio era muy suave y alcanzaba el punto más alto del efecto alrededor de los doce meses, es decir, tenía un rezago y se situaba en un rango mayor que el de las otras economías. En consecuencia, manifiesta que, probablemente, se trata de un fenómeno que no tiene relación con este último *shock*, y que, por lo menos, está documentado que había ocurrido anteriormente.

El Consejero señor Rodrigo Vergara señala que, en su opinión, se estaría frente a una baja persistencia. Al respecto, el señor Presidente acota que lo que ocurre es que si se excluyen los tres meses de caída, se estaría frente a una alta persistencia. A su juicio, la pregunta relevante es precisar lo que provoca la caída, esto es, si se trata de un cambio en la persistencia o de un *shock* negativo importante, y que la evidencia indicaría que sucedió esto último. Agrega que no es que la persistencia haya cambiado o desaparecido, sino que se produjo un *shock* que provocó un descenso de la inflación.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, pregunta acerca de lo que ocurriría si la razón que motiva esa persistencia corresponde al efecto de la indexación. Sostiene que en un sistema indexado, como el chileno, se tiene mucha persistencia, lo cual no lo hace inmune a los *shocks*; por el contrario, estos provocan un significativo efecto por una vez, citando como ejemplo que el aumento del precio del petróleo de un cierto nivel a otro genera que este se mantenga en dicho nivel. En una economía menos indexada, en cambio, debería generarse un aumento de precios, pero la inflación debería volver después a su nivel de fase estable o *steady state* con relativa rapidez. Indica que, en el extremo y si la indexación fuera perfecta, la variable de ajuste sería la tasa de inflación y no el nivel de precios.

El Gerente de División Estudios plantea que el tema no es que Chile tenga una economía indexada, sino establecer los motivos por los cuales el *shock* de precios de combustibles tuvo en el período de alza un efecto tan significativo, más allá de lo que se pensaba que iba a ser, dada la indexación histórica, sobre los componentes más subyacentes de la inflación; y, después, por qué se produjo una reversión tan brusca. Sostiene que la hipótesis es determinar si acaso es la reversión tan brusca simplemente el espejo de la subida o si el incremento inicial está bien explicado, indicando que lo que se ha observado es una caída de la inflación muy anómala y que, por lo tanto, puede revertirse rápidamente. En su opinión, esa es la duda que corresponde dilucidar.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sugiere que se estudie la inflación no subyacente, porque si se tienen sistemas de protección internos, vinculados con los precios, estos se desalinean respecto de los precios internacionales. Agrega que Chile es un país que tiende a traspasar muy rápidamente los efectos, por cuanto el componente primario es mayor.

El Gerente de División Estudios señala que, precisamente, la pregunta es precisar los motivos por los que se produjo un aumento de la inflación no combustible que sorprendió y que se tradujo en una mayor inflación subyacente, dado que el *shock* del precio del combustible en Chile pudo haber sido mayor que en el resto del mundo, por el hecho que se tiene mayor capacidad de traspaso al precio doméstico. Sostiene que esa parte del fenómeno es el que resulta más difícil de entender, por cuanto estima que los antecedentes reflejan que se tiene un sistema de mayor flexibilidad en el traspaso de la inflación a los precios domésticos.

El Presidente, señor José De Gregorio, solicita que se analice también este tema y se incluya en un documento para el mes de marzo próximo, por tratarse de una interrogante que se ha mantenido por varios meses y que ha sido objeto de análisis.

A continuación, concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, para que presente el escenario interno.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Claudio Soto destaca, en primer término, que el dato de Imacec sorprendió levemente al alza, más al mercado que al Banco, precisando que la variación anual fue de 3,9% y de 0,6% la variación mes a mes. Menciona que esta última fue bastante elevada, más allá de la consideración de la baja base de comparación de la inflación, y que en el dato hubo bastante incidencia positiva de algunas ramas industriales, sobre todo de aquellas ligadas a la inversión y comercio, que serían los dos sectores en los se concentró la noticia de mayor dinamismo en la actividad. Agrega que en el rubro de construcción todavía no se observan claros signos de rebote, ya que algunos indicadores parciales se ven al alza, mientras que otros se encuentran todavía bastante rezagados. Respecto de la minería, en tanto, recuerda que en noviembre pasado se registró un fuerte crecimiento en la producción, incluso muy por sobre los planes de producción anunciados por las empresas mineras, que, luego, con el dato de diciembre, tendió sorpresivamente a revertirse.

Por el lado de la inversión, el señor Soto indica que los antecedentes parciales disponibles refuerzan la idea de que se estaría dando un repunte bastante sostenido. Menciona que las importaciones de bienes de capital están creciendo de forma significativa en el margen si se las compara con los meses anteriores y que las expectativas de los empresarios también se han corregido al alza. Al respecto, subraya que hace un par de meses se había observado un cierto estancamiento en las perspectivas en los sectores industrial y de construcción, pero que el último dato da cuenta de un rebote al alza nuevamente y que no solo la situación esperada a futuro es positiva, sino que la percepción de la situación actual también es considerada en el mismo sentido.

Respecto del crecimiento, el Vicepresidente, señor Manuel Marfán, recuerda que el año pasado hubo una sorpresa en la recaudación del IVA, que fue muy baja en relación con la esperada. Plantea que si ella se normaliza, lo que se debería observar, o lo que razonablemente se debería estimar, es que para entender el ciclo económico habría que desestacionalizar el Imacec a costo factor y buscar la tendencia, por estar más directamente vinculado a la actividad y a las brechas.

En segundo término, menciona que la recaudación del IVA es considerada como un elemento que indica, de alguna manera, el estado de lo que ocurre en el comercio, por lo que una vez más se pueden tener percepciones de que lo que está sucediendo con el sector comercio puede estar ligado más bien a algún factor idiosincrásico del IVA y no necesariamente a otros factores productivos. Luego, advierte que la fuerte expansión del sector comercio reportada podría obedecer a un fenómeno tributario y no necesariamente a uno productivo, lo que llevaría a tener una percepción algo sesgada del tema. De hecho, indica que el crecimiento del Imacec a costo-factores fue el más bajo de todos en la última observación, o que el grado de sorpresa es menor en ese que en los otros.

Al respecto, el señor Claudio Soto hace dos comentarios. En primer término, que el sector comercio se había mostrado más bien estancado y que, en realidad, el dato de diciembre sorprendió al alza, por lo que no se puede hablar de un incremento tan sistemático. En segundo lugar, indica que más que el tema tributario, lo que podría estar ocurriendo es que se han observado rebajas y liquidaciones de precios muy significativas en el sector comercio, que habrían estimulado las ventas y generado un fenómeno transitorio. Aclara que ello se ha incorporado, de alguna manera, en las proyecciones del sector.

En cuanto a la evidencia de la acumulación y desacumulación de inventarios, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que los últimos datos estarían indicando de que ya no habría una desacumulación adicional de existencias. De hecho, hace presente que si se considera lo informado por el INE, se podría estar observando una acumulación fuerte de existencias, bastante influida por las ventas industriales



BANCO CENTRAL DE CHILE

reportadas por ese Instituto, cuyo comportamiento aún no se logra comprender cabalmente.

Respecto de los indicadores de consumo, en general, el señor Claudio Soto manifiesta que los indicadores parciales muestran que el consumo presenta un dinamismo muy elevado, no solamente el de bienes durables, que se sabía que tenía que recuperarse después de haberse ajustado muy fuerte a la baja, sino que también el consumo de bienes habituales y las importaciones de bienes de consumo, que en estos momentos están en niveles casi récord, es decir, se encuentran en los niveles comparables con los registrados previo a la crisis, que ya eran históricamente muy elevados.

Por el lado de las exportaciones, el señor Soto manifiesta que se ha observado un cierto repunte en las exportaciones mineras, que podría corresponder al efecto algo rezagado de la mayor producción que hubo a fines del año pasado. Añade que aún no advierte un repunte claro en las exportaciones industriales, vinculado, en parte, a la debilidad en el ciclo a nivel mundial y, además, a la existencia de sectores de oferta que inciden en las exportaciones industriales, como es el caso del sector pesquero.

En relación con el cierre fiscal, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el déficit público efectivo resultó aproximadamente un punto mayor que el proyectado en octubre, debido a una menor recaudación tributaria. Aclara que, fundamentalmente, no es un cambio en la proyección respecto de la recaudación por la demanda o por la actividad, porque en el mes de octubre pasado se tenía una proyección de PIB más o menos similar al efectivo, sino que principalmente por menores ingresos por concepto del cobre, molibdeno, como también por el efecto tipo de cambio y precios. Agrega que ello se ve reforzado, además, por un mayor gasto efectivo, que en vez de ser de 16,2%, que era el que se había estimado en octubre, resultó ser de 17,8%; es decir, hubo un mayor gasto público, que llevó a un déficit para el año 2009 de -4,5%, con un déficit estructural cercano a un punto ese mes.

El Presidente, señor José De Gregorio, consulta si la regla del balance estructural era de 0,5%, a lo cual el señor Claudio Soto responde que era de 0%, en tanto que el señor Pablo García agrega que a comienzos del año 2009 el anuncio fue que el objetivo para ese ejercicio fuera cero y que después, en el mes de octubre, al discutirse la Ley de Presupuesto, la proyección que se tenía era de -0,4% y resultó ser de -0,9%.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta si este es el primer año en que se presenta una diferencia tan significativa, respondiendo el señor Soto que es efectivo.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, señalando que el Imacec de enero pasado va a estar en torno a 3% o quizás algo mayor. Informa que dicha estimación proviene del modelo que utiliza energía, es decir, que considera el consumo energético que hubo en el mes. Con ello, indica que la proyección para el primer trimestre se está corrigiendo al alza, desde 4,1% hasta 4,5%, y que el cambio en la proyección se debe, principalmente, a los datos de diciembre, en especial, a los de los sectores industria y comercio, que modifican levemente el perfil en adelante.

El señor Soto destaca, a continuación, que por primera vez se presenta una proyección para el segundo trimestre del presente año, en que el crecimiento sería del orden de 6,4%. Con ello, señala que la proyección de crecimiento para el primer semestre estaría en torno a 5,5%, que es coherente con la proyección anual presentada en el último IPoM, en torno al 5,1%, en promedio, de los modelos. Por efecto base, indica que, probablemente, en el cuarto trimestre este va a ser algo menor que en el segundo y tercer trimestre, que son aquellos de mayor crecimiento. Agrega que hay un efecto de día hábil, por imputarse uno menos en enero, y ello constituye un punto de incidencia en la variación anual.

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

En cuanto a los componentes de la demanda que explican este mayor dinamismo de la actividad, el Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que dicho componente es consumo principalmente, así como también inversión, ya que las importaciones de bienes de capital también exhiben bastante actividad. Añade que ello se compensa con una corrección levemente a la baja de las exportaciones, que, como se mencionó, no se ven del todo dinámicas. Cita, a modo de ejemplo, las importaciones industriales y las exportaciones mineras, las que debido a la volatilidad que tienen, se estima que no van a repuntar en términos significativos.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta si sigue habiendo desacumulación de inventarios en el primer trimestre. El señor Claudio Soto responde que si se hace el encuadre macro propiamente tal, dada la proyección de consumo e inversión que se tiene y la proyección del PIB, lo que resulta es todavía una desacumulación de existencias en el cuarto trimestre.

El señor Claudio Soto prosigue, haciendo presente que, dadas las nuevas cifras de actividad de diciembre, se tiene una corrección de la estimación de la velocidad del PIB del cuarto trimestre al alza. Al respecto, hace la salvedad de que esta es una estimación, que cambia a medida que se van agregando datos por el tema de los factores estacionales, y que a ello hay que agregar que el cierre del año todavía no está listo, por lo que en marzo próximo se van a conocer las cifras definitivas. De acuerdo con ello, indica que, por el momento, se tendría que la velocidad del PIB habría sido muy alta en el cuarto trimestre del año 2009, en torno a 9%, explicada no solo por recursos naturales, sino que también por el componente resto. Agrega que para el futuro próximo no persistirían velocidades tan altas y que se tendría, de hecho, un descenso en las velocidades de crecimiento, acompañado también de una velocidad intensa en la demanda interna, sobre todo por consumo y lo que se está observando del rebote de inversión.

En cuanto al mercado laboral, el señor Soto informa que la tasa de desempleo bajó a 8,6%, influenciada por factores estacionales. Agrega que la tasa desestacionalizada disminuyó hasta 9,4%, tasa similar a la registrada el mes anterior, por lo que el grado de estancamiento que se observa resulta coherente con el que también se muestra en la creación del empleo en el margen. Indica, asimismo, que las velocidades de creación de empleo han tendido a atenuarse bastante, lo que va ligado con lo ocurrido con los salarios, cuya tasa de crecimiento ha continuado disminuyendo. No obstante, afirma que se observa una cierta aceleración en el margen.

En materia de salarios, el señor Claudio Soto hace presente que, considerando cifras desestacionalizadas, el aumento en el margen que se observa en los CMOX y en los IREMX, esto es, los que excluyen minería, constituye un aumento genuino, que va más allá de los efectos estacionales de los aumentos de salarios. De hecho, indica que si se considera el dato efectivo, este fue de alrededor de 1% en ambos casos. El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, agrega que, aunque la variación de los salarios en el mes de diciembre fue aproximadamente dos tercios del incremento registrado en diciembre de 2008, lo que hace disminuir la variación doce meses, de todas formas, dada la dinámica habitual de la estacionalidad, podría haber sido incluso más baja y no lo fue, ya que se registró un aumento en la cifra mensual de variación de los salarios en términos desestacionalizados.

El Consejero señor Sebastián Claro recuerda que ese era el dato que en la RPM pasada se estaba esperando para diciembre del año 2009, con el objeto de apreciar si la tasa de desempleo original, no desestacionalizada, caía significativamente. Al respecto, el señor García indica que la tasa de desempleo efectivamente cayó, pero que podría haber disminuido más, si no se controlara por la estacionalidad habitual de que en el mes de diciembre se produce el reajuste del sector público.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a las tasas de variación de los salarios reales, el señor Claudio Soto indica que el último dato da cuenta de una caída, no obstante que el registro de diciembre de precios fue negativo y el dato de salarios fue positivo, explicando que la base de comparación de diciembre del año pasado hace que en doce meses se registre una caída en la tasa de variación anual.

Refiriéndose ahora al IPC, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señala que la variación del IPC mensual fue de 0,5% y que el IPCX1 llegó a -0,3%. Menciona que hubo dos sorpresas relevantes: una en vestuario, que determinó que la caída del IPCX1, de -0,4%, haya sido mayor que el -0,2% esperado; y la segunda, que fue la incidencia de gastos financieros, derivado de un tema metodológico, por el efecto de pasar las series de precios desde base diciembre 2008 igual 100 a base promedio 2009 igual 100. Al respecto, explica que si bien la dinámica de ambas series es similar, la diferencia está en el delta p, ya que para la primera este es de 28, en cambio que para la serie promedio 2009 igual 100 es de 42. Agrega que para evaluar la incidencia de este ítem se utiliza una fórmula bastante estándar, consistente en el cambio en el precio multiplicado por la ponderación y dividido por el IPC esperado. Indica que el IPC en promedio del índice es muy parecido, es decir que el del mes de diciembre es similar en base 2009 promedio igual 100 que en base diciembre 2008 igual 100, agregando que el ponderador aumentó levemente, desde 1,60 a 1,86.

El señor Presidente consulta si ello significa que los precios, en promedio, eran muy parecidos en diciembre del año 2008 con el promedio de todo el año 2009, a lo cual el señor Pablo García responde que corresponde al IPC en su conjunto. El señor Claudio Soto agrega que el ponderador de gastos financieros aumentó, efectivamente, desde 1,6 hasta 1,86 citado, y que este cambio de ponderador era conocido. Añade que se efectuaron ejercicios de reponderación pero no a nivel de productos, sino que en términos agregados, destacando que se tiende a diluir cuando se hace a nivel más agregado. Plantea que hay que ir al nivel de producto para generar efectos relevantes, y añade que la incidencia del aumento de precios, si no se hubiera producido un cambio de base, hubiera sido de 0,45, pero por efecto del cambio de base resultó ser de 0,8. El señor Presidente recuerda que la proyección era de 0,22, confirmando el señor Soto que ello sí era conocido y que la estimación de la incidencia no se hizo con tanta precisión, por efectos del cambio de base a nivel de clase de productos en lugar de hacerlo por productos.

El señor Claudio Soto menciona un segundo punto relativo al aumento efectivo del gasto financiero. Al respecto, señala que se había estimado que habría un aumento completo, por la existencia de algunas partidas de transacciones financieras que aún no vuelven a quedar sujetas al impuesto de timbres y estampillas, y que se han mantenido con una tasa cero, como ocurre con las transacciones con cheques y las efectuadas en cajeros automáticos, entre otras. Señala que en ello existe una diferencia con el INE, ya que no se tiene certeza si es que dicho Instituto simplemente imputó el aumento de 0,6% a todas las transacciones financieras. Explica que lo que el INE metodológicamente hace, es simular un par de transacciones financieras y sobre la base de esas simulaciones calcula la variación del índice. Aclara que lo que la Gerencia a su cargo hizo fue considerar distintos tipos de créditos, teóricos, y ver a cuáles correspondía aplicar el aumento de impuesto y cuáles quedaban exentos, y sobre la base de ello se hizo la estimación. En ese sentido, indica que se obtuvo una subestimación del monto del incremento en gastos financieros, a lo cual se le suma el efecto del cambio en la base.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que se precise si la diferencia, más allá del tema metodológico, es que servicios financieros tiene varios componentes, uno de los cuales es el impuesto de timbres y estampillas, y pregunta, en consecuencia, si el impuesto de timbres y estampillas se aplicó a otro tipo de productos financieros, a los cuales el Banco estima que no correspondería hacerlo, o si otros elementos de los servicios financieros, como, por ejemplo, tipo de comisiones, fueron los que mostraron alzas y si ellas no estaban consideradas por el Banco.

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

Adicionalmente, el señor Pablo García manifiesta que no se cuenta actualmente con la información de las variedades dentro de servicios financieros, porque ese efecto de cambio de base también existe en las variedades, y, por lo tanto, podrían producirse efectos del tipo de los registrados en el IPC total dentro de esa categoría, ya que esto se aplica con más fuerza en algunos ítems que en otros.

El señor Claudio Soto indica que lo que informó el INE es la existencia de un aumento en seguros hipotecarios. Declara que no se cuenta con la desagregación a nivel de variedades para ver a cuánto ascendió, ya que aun cuando se conoce que aumentaron los gastos financieros, no existen antecedentes que permitan determinar el incremento por impuesto de timbres y estampillas o por estos otros seguros. Señala que la hipótesis de la Gerencia es que del error de proyección, la mitad del mismo se podría explicar si se hubiera considerado el aumento del impuesto de timbres y estampillas en todos los productos financieros de una sola vez, y que la otra parte podría obedecer al incremento de otros gastos financieros que no se habían considerado.

El señor José De Gregorio pregunta si el efecto base tampoco está contemplado en esta proyección, respondiendo el señor Claudio Soto que este sí se consideró en el momento en que se elaboró la minuta que circuló previamente, por cuanto al volver a estimarse este efecto, pasó de 0,22 a 0,4. El señor Presidente señala que, aparentemente, correspondería considerar que ese efecto base se puede calcular solo una vez cuando se tiene toda la trayectoria de este componente a nivel nacional.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que antes de conocer estas cifras existía cierta inquietud respecto del impacto de los cambios metodológicos mencionados, agregando que podría haber algunas décimas que no se logran explicar. Consulta si todavía se producirían sorpresas en el futuro en el ámbito metodológico. El señor Claudio Soto responde que no, porque el efecto cambio de base se produjo ahora solamente en un mes, esto es, en el primer mes, y que ese efecto fue fundamentalmente en un ítem que tuvo una variación muy importante el año pasado y que actualmente también presenta un incremento relevante al alza.

El señor Presidente pregunta si el cambio de base aplica solo para este mes, a lo cual el señor Pablo García señala que, finalmente, en ese producto en particular es donde se produjo la principal diferencia, porque en el resto de los productos el pasar de base diciembre 2008 a promedio 2009, la variación no es relevante.

El Consejero señor Enrique Marshall reitera su consulta en orden a si hay algún otro ítem que luego pueda incidir, como por ejemplo, que en el mes de marzo las matrículas se consideren de otra manera, señalando que esta inquietud metodológica respecto del IPC también la tiene el mercado. El señor Claudio Soto responde en términos negativos, mencionando que la proyección está hecha con base 2009 igual 100, por lo que ya está incorporado ese efecto, afirmando que ahora ya se conocen los índices de precios para todo el año a nivel de producto, por lo que se puede efectuar el ejercicio definitivo, por cuanto no se conocía hasta un mes atrás.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que el hecho es que esta sorpresa combina dos elementos: uno, que es un ítem que registró una fuerte caída y, por lo tanto, este efecto base es relevante; y el otro, que además se observa el cambio discreto de precios este mes, por cuanto eventualmente podría existir otro ítem que pueda verse afectado por ese cambio de base, al no haberse observado ese cambio en el margen, que si bien no se trataría en términos estrictos de una modificación metodológica, tendría un gran impacto sobre el IPC.

El señor Claudio Soto señala que, de todas maneras, se va a efectuar una revisión, agregando que para ello se está realizando un seguimiento preciso. En todo caso, indica que su impresión es que al haberse efectuado la proyección con la misma



BANCO CENTRAL DE CHILE

base 2009, ya no debería tener más incidencia, por cuanto será justamente a nivel de productos.

El señor Pablo García sostiene que podría ocurrir que en el mes de enero pasado, el cambio de base haya ido en una dirección opuesta a la sorpresa dentro de alguna variedad, y que ello después se refleja en la otra dirección, planteando que debería tratarse de una combinación de dos diferencias importantes en tal dirección.

El señor Soto indica que al analizarse el índice nacional con el del Gran Santiago y el índice del Gran Santiago reconstruido con la ponderación 2009 igual 100 y con los nuevos ponderadores, se revela que la dinámica de precios nacionales y del Gran Santiago es muy parecida.

El señor Pablo García indica que el temor que mencionaba el Consejero señor Enrique Marshall radica en que al efectuarse este ejercicio se observaran, por ejemplo, grandes diferencias en la estacionalidad a nivel nacional y a nivel Gran Santiago, lo que produciría repercusiones acerca de su proyección futura.

El Consejero señor Marshall consulta si estos cambios metodológicos informados el año pasado ya están resueltos, de manera que no van a producirse sorpresas en esa materia, afirmando el señor Pablo García que ello es efectivo, considerando adicionalmente que el documento metodológico que el INE publicó para el IPC nacional es prácticamente idéntico al que difundió hace un año atrás para el IPC del Gran Santiago.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, plantea que hay dos tipos de bienes, uno de los cuales sería, para hacer el símil, los bienes transables, es decir, bienes que se pueden trasladar y traspasar de una región a otra. Al respecto, cita el caso del trigo, mencionando que Cotrisa, para fijar los poderes de compra, fijaba el precio en Santiago y de ahí derivaba inmediatamente, a través de una regla, el precio hasta la X Región, que corresponde al límite de producción de trigo, sobre la base del costo de transporte a Santiago. Indica que ese sería un típico caso de un bien transable que, cuando cambia el precio del trigo o del dólar, se modifican todos sus componentes proporcionalmente. Si cambia el precio del petróleo, por el contrario podrían generarse efectos diferenciados, porque el costo de transporte es cero en Santiago, pero más alto en la X Región.

Agrega que, en su opinión, donde se producen mayores efectos es en los bienes no transables, o sea, en todos los que son *utility*, como las tarifas de agua, de gas, de transporte y locomoción colectiva, citando el caso del Transantiago, que cuando se ajusta el precio de sus pasajes no se produce necesariamente un correlato en el resto del país, a no ser que se decida administrativamente que así sea, a través de subsidios o de otros recursos. En consecuencia, sostiene que en la medida que no se hayan producido ajustes relevantes en el componente no transable de los precios, no debería extrañar que se observen variaciones iguales o muy parecidas en Santiago respecto del total país.

El señor Claudio Soto indica que ello va ser parte de un estudio que se va a entregar próximamente. Agrega que se está indagando acerca de cómo se compatibilizan actualmente los viajes en buses interurbanos, que corresponden a los pasajes de Santiago a provincias y viceversa, ya que podrían generar alguna variación en los precios difícil de anticipar.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación refiriéndose a las proyecciones. Al respecto, destaca que el cambio más relevante proviene de lo que ha sucedido con el tipo de cambio y la incidencia que ello tiene en el precio de la gasolina. Como indicaba el señor Sergio Lehmann en su exposición, a nivel mundial, en general, ha habido una corrección a la baja en el precio de los combustibles, pero que corresponde considerar para ello que el precio de la gasolina está expresado en pesos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, el señor Claudio Soto se refiere a una proyección que tiene dos elementos que son importantes: el primero es la devolución del impuesto específico a la gasolina a fines de marzo, con incidencia en abril, y la devolución de lo que resta del impuesto de timbres y estampillas en el mes de julio. Al respecto, indica que el perfil de la proyección en general no cambia respecto de lo que se tenía en diciembre pasado. Explica que, en marzo, por ejemplo, el efecto del reajuste en educación que se aprecia en la proyección se ve en parte compensado por el efecto de precios de viajes interurbanos. Después, en abril, lo más relevante es la devolución del impuesto específico a la gasolina, que no afecta al IPCX1, pero sí al IPC. Para junio, en tanto, se espera una reducción en el precio de las tarifas eléctricas, dada la nueva fijación del precio nudo, destacando, por último, que lo más importante es la devolución del impuesto de timbres y estampillas, que no estaba en la proyección anterior, dado que llegaba hasta junio, y ahora sí aparece en el horizonte de proyecciones. Agrega que el cambio más relevante se producirá por lo que se espera ocurra en febrero, mes durante el cual se consideraba que se produciría una caída en el precio de la gasolina, esperándose ahora que haya un aumento por lo que está aconteciendo con el tipo de cambio.

En cuanto a la desagregación mensual de las variaciones del IPC, el señor Claudio Soto llama la atención sobre la devolución del impuesto de timbres y estampillas en el mes de julio próximo, destacando que si efectivamente se concreta, la variación anual de la inflación del IPC estaría en 1,8% en ese mes. Añade que a contar del mes de febrero se tendría una variación anual positiva, que anteriormente se esperaba que ocurriera en abril, y que quizás en julio se estaría en la parte baja del rango de inflación.

El Presidente, señor José De Gregorio, indica que la proyección hasta junio es de mayor inflación, y que se podría concluir que la parte importante de la diferencia respecto de proyecciones anteriores obedece a lo que está ocurriendo con el tipo de cambio en relación con los combustibles. El señor Claudio Soto menciona que ello responde a dos efectos, uno de los cuales es el proveniente de gastos financieros, que incidió en casi medio punto en el nivel de precios, aclarando que ese efecto será por una sola vez, pero que tendrá consecuencias en las variaciones anuales hasta el próximo año.

El señor Presidente comenta que una parte de la inflación tiene su origen en el alza de los servicios financieros y en combustibles, pero que, al mismo tiempo, en el mes de enero, dado lo acontecido el año pasado, se está frente a una inflación de un punto menos en doce meses, lo que debería afectar también la evolución de ese mismo período en adelante. En otras palabras, señala que si la inflación pasa de -1,3% anual en febrero a 1,8% en julio, y en enero de -0,7 a 0,1%, entonces se producen dos sorpresas: la primera, que se partió de un nivel más bajo, pero que llegará a ser mayor por efecto del alza del petróleo y de los servicios financieros, agregando que el hecho de que se utilice como base un nivel más bajo no es que ello implique que se deba explicar la diferencial entre el esperado ayer y hoy, dado que hoy se parte de un nivel muy inferior aún.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, indica que si la variación en doce meses fuera más negativa por varios meses más, producto de los cambios metodológicos mencionados, y, por lo tanto, se aplicaran algunas cláusulas contractuales que se vinculan a la variación de doce meses del IPC, se podría decir que va a producirse un efecto por la inercia estacional, pero que si se aplica en doce meses, ya en febrero se tendría una variación mayor que la considerada en la RPM pasada. Por consiguiente, se trata de un efecto cuya existencia se advirtió en enero, pero que ocurrió inmediatamente, por lo que no se va a seguir observando en los meses venideros. Al respecto, el señor Claudio Soto acota que ello tendrá después el efecto opuesto de generar una variación en doce meses que va a ser mayor como consecuencia de la base de comparación más baja.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si ello genera consecuencias en el precio que está indexado, señalando el señor García que tendrá efectos en los



BANCO CENTRAL DE CHILE

contratos que se reajusten por el IPC en doce meses basado en las variaciones a enero inclusive.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, manifiesta que ha sido beneficioso que el cambio metodológico ocurra en un momento en que la inflación se encuentra baja, en dos puntos y medio bajo el límite inferior del rango meta, ya que ello contribuye a subir la inflación sin necesidad de hacer política monetaria. Señala que lo mismo ocurre con el comportamiento del tipo de cambio, que también está teniendo incidencia en la proyección. Agrega que el escenario alternativo era muy adverso, ya que si se seguía teniendo inflación a la baja y el Banco no disponía de otros instrumentos, se habría encontrado en una situación muy compleja.

El señor Claudio Soto manifiesta que es efectivo que el punto principal es el IPC total, pero que, de todas maneras, resulta importante mencionar que el IPCX1 en la proyección del Banco continúa con variaciones anuales bastante bajas. Lo anterior, dado que en el IPCX1 no se considera el aumento de servicios financieros, como tampoco el efecto del impuesto a la gasolina.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que, de hecho, la brecha que comienza a producirse entre el IPC y el IPCX1 tiende a aumentar y que ello no constituye un buen dato para la política monetaria, porque la percepción de inflación comienza a incrementarse.

El Consejero señor Sebastián Claro agrega que resulta necesario entender la evolución del IPCX1, porque en los últimos dos años se ha producido un desvío muy importante respecto de lo que ocurre con el mismo índice equivalente de otras economías. Señala que podría existir algún elemento idiosincrásico que no se ha logrado entender y que resulta relevante dilucidar.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, refiriéndose a la velocidad del IPC y a la de distintas medidas subyacentes, indicando que la primera alcanza a 3%, mientras dichas medidas siguen en términos negativos. Agrega que si se trata de vincularlo con presiones salariales o de brechas, en general, lo que aún se aprecia en el margen son precios que se encuentran todavía bajos.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta acerca de lo que están haciendo las empresas para absorber esos costos salariales, y si ello quiere decir que los márgenes están muy comprimidos o que se han producido racionalizaciones. El señor Claudio Soto responde que puede existir algún grado de vulnerabilidad, en el sentido que una vez que la demanda se consolide y dé espacio para recuperar márgenes, probablemente se observen recuperaciones de precios en breve lapso, aclarando que ello está considerado en los escenarios de riesgo que presenta esta evaluación de la coyuntura.

El señor Pablo García comenta que, hablando de sorpresas metodológicas, en mayo el INE estrenará un nuevo índice de remuneraciones, que no va a medir el sector agrícola nuevamente, que es un factor que siempre ha estado ausente.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, refiriéndose a los mercados financieros. Al respecto, señala que lo más destacable o noticioso han sido los movimientos de las tasas en UF, en especial, las caídas de las tasas de los BCU-2 y de los BCU-5. Reporta que las tasas de los BCP-2 también han registrado bastante volatilidad, incidiendo en ello el *duration* de la tasa, que ha oscilado y generado cambios en la medición que se tiene del BCP-2, no así en las tasas reales, donde las caídas sí han sido genuinas, por lo que se puede consignar que las tasas realmente han disminuido. Aclara que los movimientos en estas tasas no son distintos de lo que se podría esperar de acuerdo con los fundamentales. Sobre este aspecto, menciona que un modelo con fundamentales, que predice el movimiento de las tasas en UF, arroja que el



BANCO CENTRAL DE CHILE

remanente, en general, se encuentra dentro de las bandas de confianza, lo que significa que es esperable. Añade que lo que ocurrió es que las tasas se encontraban por sobre lo que se hubiera esperado, por lo que los movimientos que se registraron corresponden más bien a una normalización respecto de los fundamentales.

En cuanto a las tasas de colocaciones, el señor Soto explica que durante el mes se ha efectuado un seguimiento a ellas, en razón de que se han apreciado aumentos semana a semana. Reporta que, efectivamente, el dato del mes da cuenta de que se produjo un incremento en las tasas de interés de los préstamos, tanto en los de consumo como en los comerciales y en los créditos hipotecarios, destacando que en el caso de estos últimos, dicho aumento se ha producido a pesar de la caída de las tasas en UF. Comenta que, en general, las tasas de colocación de créditos hipotecarios y las tasas en UF han tenido bastante correlación, pero que actualmente se ha producido una divergencia entre estas.

En cuanto a las tasas de colocación, el Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que experimentaron un aumento generalizado el mes pasado, mientras que el primer dato de la semana de febrero de las tasas de consumo da cuenta de un retroceso en ellas. No obstante, señala que esos son datos desestacionalizados, por lo que no deberían tener incidencia en ese aspecto.

En relación con las colocaciones, el señor Claudio Soto destaca que se han producido cambios relevantes. Precisa que el dato de diciembre muestra un importante aumento en las colocaciones casi a todo nivel, y que el seguimiento efectuado a partir de datos diarios de enero pasado arroja un alza incluso mayor. Explica que se efectuó una pequeña corrección a los datos de los distintos tipos de colocaciones, porque el antecedente diario, al parecer, informa también los montos que se asignan para cubrir el costo del impuesto de timbres y estampillas, y que, en todo caso, los datos corregidos también muestran un crecimiento, no tan intenso, pero, de todas maneras, un crecimiento relevante tanto en las colocaciones de consumo como en las comerciales.

El señor Pablo García comenta que una hipótesis respecto del alza de las colocaciones en diciembre pasado radica en que, dado que se iba a dar inicio a la aplicación del impuesto de timbres y estampillas nuevamente, se habría producido una oferta de créditos durante ese mes.

El Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente a continuación que las bolsas registran una corrección, la que no es tan distinta de lo que ha ocurrido en nuestra economía. Explica que, por efectos cambiarios, la caída de la bolsa en dólares ha sido mucho mayor que la registrada en pesos, determinando que el ajuste en Chile es comparable con lo acontecido en otras economías.

En cuanto al M1, el señor Claudio Soto indica que el último dato da cuenta de un importante aumento en su velocidad de expansión.

Además, señala que se ha preparado una sección especial sobre el tipo de cambio, habida consideración de que se ha registrado una fuerte depreciación de este en lo más reciente. Explica que se ha producido una depreciación genuina del peso, más allá del movimiento de otras monedas, y que, de hecho, el tipo de cambio real pasó de 90 a sobre 95 en pocas semanas, lo que ha ido acompañado de bastante volatilidad. Informa que el Banco cuenta con un modelo con fundamentales destinado a explicar movimientos de corto plazo en el tipo de cambio nominal, el que arroja que lo más destacado es el cambio de la posición neta de las AFP desde la última RPM.

Agrega que también han existido movimientos en otros fundamentales que apuntan en la misma dirección, por ejemplo la caída del precio del cobre, y que los movimientos del dólar a nivel mundial también apuntan, en general, en dirección a la depreciación del peso. No obstante, señala que, de acuerdo con las estimaciones de este



BANCO CENTRAL DE CHILE

modelo, es el cambio en la posición neta de las AFP el que habría tenido una incidencia comparable con la de todos los otros movimientos de los fundamentales, por lo que la mitad de la depreciación que se ha observado de acuerdo con el modelo referido, podría asociarse a ello. Puntualiza, sin embargo, que dicho modelo no explica parte de la depreciación de alrededor de ocho pesos.

El Presidente, señor José De Gregorio, solicita se aclare si la posición neta de las AFP está siendo compensada, en parte, por la de otros agentes, señalando que esperaría que se tratara de los corporativos. El señor Soto aclara que el modelo incluye la posición *NDF* del país como un todo y que se han dejado las variables constantes desde la última RPM, por lo que el cálculo del tipo de cambio se efectuó sobre esa base.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, indica que, tal como se ha visto en varias ocasiones, lo que ocurre es que cuando los cambios en la posición *forward* de los fondos de pensiones son bruscos, tienen un correlato en la posición *NDF* y, en ese caso, se tienden a atenuar en forma importante los efectos sobre el tipo de cambio. Señala que en esta oportunidad, por primera vez, se produjo un cambio brusco en la posición de las AFP sin que haya existido una compensación equivalente en la posición *NDF* y, por lo tanto, toda la compensación recayó esta vez sobre el mercado interno, de manera que no resulta extraño que en este caso se afecten más los precios, que es lo que se ha estado observando. Finalmente, agrega que las mayores ventas se producen en las empresas no financieras.

Al respecto, el señor Beltrán de Ramón detalla que desde el 27 de enero, las AFP compraron cerca de US\$5.000 millones, de los cuales US\$2.000 millones provinieron de ventas de divisas efectuadas por empresas que aprovecharon esta oportunidad. Indica que algunas de tales empresas que perciben ingresos en divisas se habían endeudado en el mercado local en pesos y que no habían cerrado esa posición. Otra parte de las ventas fueron efectuadas por exportadores habituales y la última corresponde al mercado *NDF*, en una cifra inferior a US\$1.000 millones. Aparte de ello, cabe considerar los ajustes que han efectuado las propias empresas bancarias.

A continuación, el señor Claudio Soto señala que se ha incluido una sección sobre las perspectivas para el tipo de cambio, la que será presentada por el Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan.

El señor Cowan indica a continuación que las AFP han cambiado significativamente su posición neta en moneda extranjera a contar del 26 de enero, tanto por un aumento en la posición *spot* como por la caída en la posición de venta *forward*, indicando que el efecto total es del orden de US\$4.400 millones hasta el día 9 de febrero.

En términos de la posición *forward* de las AFP, señala que en las primeras semanas se observan vencimientos de posiciones de venta y de compra de dólares, por lo que estas administradoras fueron más activas en el mercado *forward*. En las últimas semanas, en cambio, básicamente han optado por dejar vencer los contratos de venta a futuro de divisas.

Al continuar, el señor Kevin Cowan hace referencia a un cuadro que contiene un resumen del sistema respecto a la posición actual de *forwards* por AFP, destacando que los números más relevantes dan cuenta de que estas entidades, a la fecha del cambio normativo efectuado el día 15 de enero pasado, registraron una posición *forward* en exceso de activos denominados en dólares, ascendente a US\$18.800 millones, y que, dadas las suscripciones y vencimientos de estas últimas semanas, dicha posición alcanza a US\$ 14.891 millones.

El señor Cowan prosigue, explicando un ejercicio que se efectuó, consistente en extrapolar lo que sería la posición de ventas *forward* de las AFP, de acuerdo con sus perfiles de vencimiento *forward* actuales. Indica que, hasta esta fecha,



BANCO CENTRAL DE CHILE

las AFP han dejado vencer aproximadamente US\$500 millones por día, lo que implica que desde esta fecha hasta el mes de mayo disminuye en alrededor de US\$150 millones por día y luego se acerca a US\$50 millones. En síntesis, indica que al aplicar la extrapolación sobre la base del perfil de vencimiento, se desacelera el cambio de posición neta en dólares de los fondos de pensiones. Agrega que si se toma ese perfil de vencimientos y se hace una extrapolación del impacto cambiario que ha tenido la modificación de la normativa dictada por la Superintendencia de Pensiones, una reducción de US\$15.000 millones en la posición venta *forward* podría depreciar el peso en cerca de \$60 por dólar.

Al respecto, plantea que existen varios argumentos que hacen estimar que dicha suma de \$60 más, es la cota superior. En primer término, señala que, probablemente, una parte importante del efecto ya está internalizado por los mercados y que, en ese sentido, los precios reaccionan al valor futuro. En segundo lugar, que lo que ha pasado hasta ahora es producto de una velocidad de vencimientos mucho mayor que la que se espera en lo futuro. Agrega que si se considera la existencia de algún efecto de liquidez en el mercado, también debería reducirse. En tercer lugar, explica que el ejercicio supone que el objetivo de las AFP es el de cubrir solamente el subyacente en dólares, en circunstancias de que existe una serie de factores que motivan a pensar que ello no es razonable, por cuanto el principal factor es la existencia de algunas monedas fijas al dólar, que constituyen una fracción importante del portafolio de la AFP.

Finalmente, el señor Kevin Cowan explica que el ejercicio de los US\$15.000 millones se basa en que todo el ajuste se hace dejando vencer *forwards* pesos-dólar, y que cabría considerar que, de acuerdo con lo conversado con representantes de las AFP, podría en algún punto ser atractivo para estas entidades tomar posiciones dólar-euro o dólar otra moneda. En ese sentido, indica que US\$4.000 millones de activos tienen un subyacente en euros, y hay experiencias de por lo menos tres AFP de tomar estos contratos. Luego, si las condiciones domésticas lo avalan, las AFP podrían empezar a cubrir esta parte del exceso en el extranjero. Por consiguiente, precisa que los factores indicados hacen estimar que los \$60 pesos es la cota superior.

El Presidente, señor José De Gregorio, comenta que le llama la atención lo que está sucediendo con las AFP en cuanto a su manejo financiero, por cuanto la aplicación de una normativa las hizo ajustar el portafolio de forma importante, con los resultados conocidos. Agrega que el fundamento de la norma dictada por la Superintendencia de Pensiones consiste en que las AFP tienen que cubrirse en el subyacente para la cual deben contar con cierta estructura de coeficiente de correlación, lo que significa, en términos simples, que si se invierte en euros corresponde cubrir el riesgo en esta moneda, porque, además, dada la estructura de correlaciones, se podría efectuar una cobertura deficiente.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, efectúa varias reflexiones. La primera de estas radica en que si un fondo de pensiones quisiera cubrirse en euros, dado que en Chile no hay mercado *forward* euro-pesos relevante, lo que tendría que hacer es efectuarlo en dólares y luego un canje dólar-euro en el mercado internacional, lo que constituye un *commodity* de bajo costo, lo mismo que en el caso de cualquier otra moneda que sea elegible, dentro de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones. En consecuencia, cuando el Banco analiza exclusivamente la cobertura en dólares respecto de la exposición al dólar, solo cubre una parte del problema, porque si en el mercado internacional los fondos de pensiones pueden hacerlo respecto de monedas extranjeras distintas del dólar, todo ello debería tener un correlato en Chile de cobertura en dólares. Luego, manifiesta que cuando las AFP señalan que están sobrecubiertas, ello solo abarca la cobertura en dólares, por cuanto podrían tener déficit en otras monedas extranjeras. En otras palabras, indica que la cartera total invertida en el exterior es superior al total de coberturas que mantienen en moneda extranjera y, por lo tanto, tienen una cobertura menor o, en otras palabras, el peso se encuentra descubierto, por lo que de existir elementos idiosincrásicos chilenos que llevan al movimiento del tipo de cambio, ello no se encuentra protegido en este momento.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Como segundo juicio, el señor Vicepresidente señala que hay una serie de disposiciones relativas a modificaciones de inversiones de los fondos de pensiones que requieren una aprobación previa del Banco Central de Chile o respecto de las cuales el Banco tiene atribuciones para determinarlas. Cita, por ejemplo, el caso de los límites para la inversión en el exterior, respecto de los cuales entiende que la razón por la cual se debe consultar al Banco radica en que ese tipo de decisiones puede tener algún impacto sobre los temas que son de competencia del Banco Central de Chile por incidir en la estabilidad de la moneda o el normal funcionamiento del sistema de pagos internos y externos, atendido, especialmente, que dado el tamaño y el volumen de los fondos de pensiones, cualquier externalidad que se produzca por su comportamiento influye en el objeto del Banco. Agrega que la ley no establece una obligación equivalente en el caso de modificaciones normativas por parte de la Superintendencia de Pensiones relativas a la cobertura de monedas. A su juicio, ello constituiría una omisión de la ley, porque resulta evidente, al juzgar por los efectos que se han observado, que tales normas generan secuelas importantes en el comportamiento de los fondos de pensiones sobre el mercado cambiario.

En consecuencia, manifiesta que cuando se consultó al Banco Central de Chile y se fijó un plazo que claramente no permitió dar una respuesta íntegra, se dejó constancia en ella que el Banco no tuvo capacidad de considerar cuáles serían los impactos de la nueva normativa propuesta sobre inversión en el exterior, por lo que lo único que se solicitó fue que cualquier modificación legislativa que se determinara en esta materia se aplicara en forma gradual. Al respecto, indica que, en su opinión, la reforma legislativa se hizo en términos más graduales que lo que se había considerado originalmente, no obstante, a juzgar por los resultados de la normativa reciente dictada por la Superintendencia de Pensiones, correspondería plantear al Superintendente respectivo que en una próxima oportunidad que se analicen modificaciones de esta naturaleza se informe de ello oportunamente al Banco, de manera de emitir una opinión fundada sobre sus posibles efectos.

El señor Presidente solicita al señor Kevin Cowan que, en relación con los temas regulatorios y de estabilidad financiera, se determine la participación que corresponde al Banco en la materia, con motivo del análisis respecto de la competencia para establecer normas regulatorias que tienen impacto macroeconómico.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que le inquieta lo que ha ocurrido, especialmente, por su desarrollo y las motivaciones que originaron esta nueva normativa. Destaca que con ello surge una inquietud hacia el futuro, porque si una norma o una recomendación puede producir un efecto de la magnitud comentada, significaría que en estas materias la Superintendencia de Pensiones tendría mayor poder que el Banco Central de Chile, por cuanto carece de capacidad para generar movimientos en divisas por montos tan relevantes. Estima que la actuación de las AFP genera inquietud para el Banco, por cuanto se pueden producir movimientos no menores, que pueden ser coincidentes o no con la dirección de la política monetaria, pudiendo generar graves problemas en su conducción.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta acerca del límite superior que podría alcanzar el precio del dólar en caso de que las AFP continúan cubriendo sus contratos y qué ocurriría si dejan de hacerlo, específicamente si por este último motivo el precio del dólar se mantendría en un nivel similar o si se produciría alguna reversión por este efecto.

El señor Kevin Cowan responde que ya se produjo una reversión y que la velocidad de esta, por lo menos en la parte empírica, es relativamente lenta.

El Presidente, señor José De Gregorio, pregunta si el cambio de la posición de las AFP tendría efectos permanentes, a lo cual el señor Cowan señala que son



BANCO CENTRAL DE CHILE

transitorios, pero de naturaleza prolongada, agregando que lo que había ocurrido hasta antes del mes de octubre de 2007 es que estos cambios se producían por periodos breves, de uno o dos días, y que luego se diluían. Explica que lo que está ocurriendo ahora es una secuencia de *shocks* que, a la larga, pueden acumularse, por lo que los efectos de corrección no alcanzan a compensarse. Luego, manifiesta que hasta los meses de septiembre u octubre del presente año el efecto flujo dominará la corrección, reiterando que se trata de un efecto persistente, pero transitorio.

A continuación, el señor Kevin Cowan señala que, respecto de la discusión previa, desea complementar que es necesario evaluar o reevaluar el comportamiento de las AFP. Menciona que, tal como lo ha dicho el señor Presidente, uno de los temas centrales de la discusión es en qué medida las AFP están en equilibrio y qué las hizo tomar como señal o como elemento coordinador el cambio regulatorio. Indica que ese tipo de equilibrios resulta complejo en términos de precios de activos y, en ese sentido, no se han producido, en este caso, efectos financieros. Al respecto, menciona que si bien los bancos se encuentran calzados en plazos en las posiciones de *forward*, son los precios de activos los que corresponde monitorear, porque en lo futuro podrían generarse efectos financieros graves.

El señor Pablo García consulta si este análisis se incluirá en la Minuta, señalando el señor Presidente que no correspondería hacerlo, pero sí que quede incorporado en el Acta de esta Sesión. Al respecto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que, en su opinión, se debería incluir en parte en la Minuta, por resultar evidente que lo que ha estado ocurriendo con el tipo de cambio afecta en forma importante. En segundo lugar, indica que, de acuerdo con las cifras expuestas, la mitad de lo que ha sucedido con el tipo de cambio se debe a la modificación en la normativa dictada por la Superintendencia de Fondos de Pensiones o, más bien, por el comportamiento posterior que generó esa norma. Como tercer punto, estima que estos efectos son transitorios, agregando que, en su opinión, constituyen elementos que están directamente vinculados con los temas relativos a la inflación y la respuesta de política monetaria al respecto. En todo caso, precisó que correspondería excluir de la Minuta el análisis efectuado respecto del rol del Banco y su relación con la Superintendencia de Pensiones.

Para finalizar, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que las expectativas de crecimiento para este año se corrigieron nuevamente al alza, ubicándose en 4,9%, las que son coherentes con la proyección del último IPoM, en tanto que aquellas para el año 2011 están hoy día en 5%. En cuanto a las expectativas para la inflación, el señor Claudio Soto indica que si se consideran las encuestas en general a un año, estas se han corregido levemente al alza, tanto las efectuadas por las mesas de dinero como la Encuesta de Expectativas Económicas a doce meses, esperándose que esta sea de 2,7% anual. Manifiesta que las expectativas que fluyen de los contratos financieros son más difíciles de interpretar, ya que si se revisa la *swap*, estas han caído, mientras que si se consideran las aplicables a los bonos, estas se han incrementado significativamente, incluso por sobre el 3%. Explica que en ello han incidido la caída de las tasas reales y la volatilidad de las tasas nominales, por lo que la lectura que se puede extraer de ambas medidas de contratos financieros es contradictoria. Respecto de la trayectoria para la tasa de política monetaria, el señor Soto menciona que esta no cambia de manera relevante respecto de lo que se consideró en enero y que la citada Encuesta tampoco muestra ningún cambio en el perfil, por lo que se puede afirmar que las encuestas de enero y febrero son bastantes similares. Agrega que en la Encuesta de febrero se introdujeron algunos cambios respecto de los horizontes en los cuales repunta la tasa, pero aún así el perfil desde esta fecha hasta comienzos del año 2011 se ve estable.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la exposición del señor Claudio Soto, da por finalizada la Sesión de Política Monetaria de esta mañana y recuerda que se reanudará a las 15:00 horas.

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

El señor Presidente agradece la exposición del señor Claudio Soto, da por finalizada la sesión de la mañana y recuerda que la sesión de la tarde se reanudará a las 15 horas.

Siendo las 15 horas, el señor Presidente da inicio a la sesión de la tarde, ofreciéndole la palabra al Gerente de División Estudios, señor Pablo García, para que presente las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión.

El señor Pablo García comienza su intervención, recordando que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y que consideró, además, que el entorno macroeconómico y sus implicancias de política monetaria eran congruentes con una TPM que se mantendría en el nivel mínimo de 0,50%, al menos hasta el segundo trimestre del presente año.

A continuación, el señor García da cuenta de las principales noticias desde la última Reunión. En primer término, menciona que en el ámbito externo se ha observado un importante rebrote de la volatilidad financiera, debido a la incertidumbre sobre el desenvolvimiento fiscal de algunas economías específicas en Europa y su eventual propagación a otras. Indica que la mayor aversión al riesgo ha impactado las valoraciones bursátiles, las tasas de interés de largo plazo, los precios de las materias primas y también el valor del dólar en el mundo. En todo caso, señala que las perspectivas de crecimiento se han mantenido estables, pero que es temprano para evaluar si el ruido financiero reciente tendrá un impacto relevante en ellas.

A nivel local, hace presente que este entorno de turbulencia financiera ha incidido principalmente en una depreciación del peso, la que se ha visto acentuada por factores idiosincrásicos, principalmente por un ajuste en el grado de cobertura cambiaria de las AFP. Sostiene que, en todo caso, no es evidente que se produzcan movimientos de portafolio adicionales o que, de producirse, se generen mayores efectos cambiarios, puesto que el tipo de cambio real se ha mantenido dentro de rangos coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

El Gerente de División Estudios reporta que en el ámbito real, la actividad y la demanda siguen repuntando, y a una velocidad algo mayor que la prevista en la Reunión anterior. En todo caso, plantea que esto no ha llevado a modificar el perfil de expansión trimestre a trimestre durante el primer semestre de este año, y se enmarca dentro de un escenario de crecimiento para el año 2010 compatible con el del *Informe de Política Monetaria* de diciembre.

Por el lado de la inflación, el señor Pablo García destaca que la divulgación del nuevo IPC nacional no produjo cambios de primer orden en el diagnóstico respecto de la dinámica de precios prevaleciente durante el año 2009. Indica que más allá de fenómenos vinculados a los cambios en el impuesto de timbres y estampillas en un contexto de cambio de base de referencia, tanto la estacionalidad mensual como las cifras de inflación más subyacentes a nivel nacional resultaron ser similares a las conocidas para el Gran Santiago.

En términos de perspectivas de inflación, el señor García subraya que sí se produce una modificación al alza, pero de nuevo vinculada, por un lado, al nivel del ítem de gasto financiero en el nuevo índice y, por otro, a un mayor precio de los combustibles en pesos. Afirma que estos factores más que compensan una trayectoria esperada para el IPCX1, la que es entre una y dos décimas menor que la prevista el mes pasado.

En el mercado del crédito, el Gerente de División aludido destaca un aumento en los volúmenes, así como en algunas tasas. Menciona que aunque lo último



BANCO CENTRAL DE CHILE

podría sugerir algún grado de restricción, lo primero sugiere que podría estar ocurriendo lo contrario, lo que es congruente con los resultados de la ECC conocida hace un mes.

Siguiendo las noticias de actividad y precios, plantea que las expectativas privadas para la TPM se ubican entre 25 y 50 puntos base por sobre las de la RPM pasada, pero a plazos medianos, y agrega que el mercado, en general, no anticipa un cambio en la oportunidad en que se iniciará el proceso de alza de tasas.

El señor Pablo García indica a continuación que sigue siendo natural que la principal consideración para las opciones sea el contraste entre las proyecciones de dicho Informe y la evaluación de la coyuntura reciente, a fin de deducir cambios en la trayectoria implícita de la TPM coherente con la convergencia de la inflación a la meta.

Destaca luego que las perspectivas de crecimiento de corto plazo exceden las del Informe de diciembre, pero se concentran principalmente en el dinamismo del cuarto trimestre del año pasado. Hace presente que este mayor dinamismo de la actividad ha estado vinculado este mes a sectores distintos de recursos naturales, y que la demanda interna también muestra un mayor crecimiento, tanto en el consumo como en la inversión y las existencias. Por otro lado, menciona que en el mercado laboral se ha seguido atenuando el repunte reciente del empleo. En todo caso, precisa que no se han revisado de manera relevante las proyecciones del primer semestre, lo que refleja que, desde el punto de vista de las holguras, las proyecciones no sugieren un cierre de brechas radicalmente distinto al previsto.

Desde el punto de vista de la inflación, el señor García expresa que, aunque las proyecciones para el IPC se han corregido al alza y ahora se espera que en los próximos trimestres la inflación anual sea casi un punto mayor que la proyectada, ello refleja el impacto de fenómenos que se estiman de una sola vez y que la inflación del IPCX1 sigue siendo muy reducida. Con todo, indica que de concretarse los aumentos impositivos previstos, la variación anual del IPC se acercaría a la parte inferior del rango meta a fines del primer semestre del año. Las expectativas de inflación privadas, añade, siguen en todo caso siendo similares a las proyecciones del Banco al horizonte habitual de política.

De esta forma, el Gerente de División Estudios hace presente que se estima que las noticias de actividad e inflación permiten reducir de forma relevante los riesgos que se consideraban en Reuniones pasadas, en términos que las presiones inflacionarias podrían ser indeseablemente bajas por un tiempo más prolongado. Indica que no parece haber suficiente información en la coyuntura para, por otro lado, validar un entorno que requiera un retiro del estímulo monetario más acelerado que el previsto, sobre todo en presencia de la mayor volatilidad global, aclarando que esto no significa que en los meses venideros no se pueda evaluar dicha posibilidad. Así, desde el punto de vista del mensaje respecto de la TPM, manifiesta que la opción más plausible parece ser la de mantener el lenguaje y los contenidos de la RPM pasada, en particular en lo que se refiere a que la TPM se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50%, al menos hasta el segundo trimestre de este año.

El señor Pablo García plantea que, en esta ocasión, se puede considerar alterar algunas otras dimensiones del comunicado: la primera se refiere, evidentemente, al contexto global y la mayor volatilidad que se ha observado; la segunda, a la mención a que las condiciones crediticias se han vuelto menos estrechas, con una referencia hacia una mayor normalización o relajamiento relativo; la tercera, a la dinámica salarial, que parece algo redundante en estas circunstancias. Agrega que debido a que el tipo de cambio real está en torno a los valores considerados razonables para sus fundamentos, puede ser conveniente no hacer mención sobre este tema.

Con relación a aspectos comunicacionales y tácticos, el señor García estima que, al igual que en la Reunión pasada, no existen expectativas privadas de

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

cambios en la instancia monetaria y que el foco de la atención estará puesto en la referencia a aspectos específicos del comunicado respecto del de enero, como los mencionados con anterioridad.

El señor Presidente agradece la exposición del señor Pablo García y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, señala que, más que una recomendación, en su opinión hay que poner atención a las perspectivas de inflación futura para Chile. Hace presente que, en los últimos meses, la inflación de varios países del mundo, algunos similares a Chile, ha comenzado a elevarse, quizás no en una magnitud relevante, pero que sí puede corresponder a un cambio de tendencia, de la que Chile podría no estar ajeno en el futuro. Agrega que aunque todavía está en niveles bajos, sorprende que la inflación en países similares a Chile, salvo dos, pero hay más, como México y Brasil, ha sido mayor en los últimos meses y que, incluso, está siendo medida por semana en algunos de ellos. Sostiene que las expectativas de inflación también han venido subiendo en Chile y que hoy día están cerca del 3%, incluso para los próximos doce meses. Llama la atención que surge la pregunta, entonces, si el Banco Central debe actuar anticipadamente, preparando el terreno para ese posible escenario, considerando que las alzas de tasas se demoran doce meses, en promedio, esto es, entre seis y dieciocho meses en surtir su mayor efecto.

Reconoce que, obviamente, este comentario podría parecer exagerado, en razón de que el registro de inflación del mes pasado solo fue atribuible a un servicio financiero y considerando, principalmente, la actual holgura de capacidad, que es de aproximadamente 5%, que haría mitigar cualquier efecto, por lo que la inflación podría estar en la parte baja del rango y no en la alta, e, incluso, bajo el rango.

Frente a lo anterior, el señor Beltrán de Ramón manifiesta tener algunas razones que ponen en duda la contención de la brecha en la inflación, citando cuatro factores: el primero, que en un contexto de bajos inventarios es razonable esperar que el coeficiente de traspaso opere más rápido que lo normal, lo que se ve con intensidad en los autos y por qué no en otros precios. En segundo término, indica que los bruscos cambios en la dinámica pasada de inflación, incluso la que excluye alimentos y energía, discutidas en la sesión de la mañana, bajó de 7 a -2% en un año, cambio de 9% que podría repetirse en el futuro, a lo mejor en una magnitud menor, pero sí en la dirección de la inflación al alza. Sostiene, entonces, que como no se tiene pleno *conocimiento* de qué es lo que ha llevado a ese cambio, se podría pensar que se podría repetir en el otro sentido. Como tercer factor, menciona la comentada alza en los *commodities*, que, en realidad, no han subido tanto en las últimas semanas, pero sí en los últimos meses; y, por último, y tal vez un factor relevante, menciona la depreciación idiosincrásica del peso chileno, que podría persistir. En efecto, advierte que no se puede descartar que el peso se deprecie algo más en las próximas semanas, agregando que como la reversión de esta depreciación podría ser lenta, podría tener, en promedio, un efecto en la dinámica inflacionaria y en las expectativas de la misma.

Respecto de lo anterior, comenta que lo que han hecho las AFP merece una mención aparte, particularmente por la consulta del señor Presidente de cómo se entendía este comportamiento de las AFP. Al respecto, señala que es de opinión que las AFP han aprendido de esta coyuntura, porque el *hedge* cambiario fue usado desde mediados del 2004 y hasta principios del 2007 y ellas duplicaron la cobertura de ventas *forward*, usándolo más que como un *hedge*, como un mejorador de retornos. Recuerda que en junio del 2004, el dólar estaba en \$650, en diciembre del 2007, en \$500 y que, incluso, en un nivel inferior, en un contexto de baja volatilidad del tipo de cambio, en que si bien este apreciaba, eran movimientos sistemáticos y no volátiles. Explica que a medida que se apreciaba la moneda, el *hedge* impedía que los retornos de renta variable en el exterior contribuyeran negativamente; es decir, al vender, todo el efecto de alzas de la bolsa en el extranjero, que fue intensa en esos años, permitía a las AFP tener retornos



BANCO CENTRAL DE CHILE

altos. Con la vuelta de la volatilidad bursátil y cambiaria a mediados del 2008, menciona que la venta *forward* sorprendió a las AFP en mal pie y, por lo tanto, al caer la bolsa, la depreciación de la moneda, que hubiera sido el *hedge* natural, no compensó y ellas tuvieron resultados muy negativos; de hecho, los fondos A, B y C cayeron dos dígitos, y uno algo más de 40% incluso, y hubo críticas en la prensa al manejo realizado, lo que, obviamente, las debe haber hecho aprender en ese sentido. Tal vez, continúa, las AFP entendieron que las coberturas cambiarias en momentos de baja volatilidad sirven, no así en momentos de alta volatilidad, y que la cobertura natural, a lo mejor, es no cubrirse.

Por último, manifiesta estimar que las AFP querían descalzarse hace tiempo, pero que su comportamiento de manada, determinado porque su *benchmark* es el promedio de las mismas, hacía necesario que alguien las condujera a ello, siendo la autoridad en este caso. Si lo anterior es cierto, indica que la pregunta es qué se puede esperar en las próximas semanas o meses, acaso que la depreciación continúe y enfatice el cuarto factor inflacionario mencionado y siga afectando los precios de los bienes transables de la canasta de IPC en los próximos meses. En su opinión, los riesgos de inflación, que hace una semana o meses estaban en niveles que no permitirían cumplir el rango de la meta, hoy día podrían estar aumentando, por lo que el Banco Central tendrá que analizar esta situación con especial atención en los próximos meses.

El señor Presidente agradece los comentarios del señor Beltrán de Ramón y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan.

El Gerente de División Política Financiera manifiesta creer que la situación que se ha observado en las últimas semanas en Europa y en la zona Euro, en particular, alrededor de la deuda soberana de Grecia puede tener importantes impactos en la actividad mundial para lo que queda de los años 2010 y 2011. Por un lado, señala que de persistir o profundizarse la volatilidad financiera que se ha observado en las últimas semanas, este sería un *shock* adicional a una banca de la zona Euro que aún no se recupera del *shock* del mercado *subprime* y la recesión posterior. Expresa que esto, por una parte, generaría una pérdida del valor de las tenencias de activos públicos, que, de hecho, han ido aumentando conforme los bancos han acumulado posiciones de liquidez importante, y que generaría también importantes pérdidas de inversión directa, especialmente en el caso de la banca francesa, y un mayor costo de fondeo, todo esto en un escenario de altas necesidades de *rollover* de la deuda bancaria, básicamente por los acortamientos de plazos que se dieron en la deuda, tanto en el año 2008 como en el 2009.

Por otra parte, el señor Cowan señala estimar que el efecto macroeconómico más significativo se habría producido en las dos últimas semanas, cuando se dio una significativa señal de los posibles costos de un déficit fiscal, que probablemente empujen a varios gobiernos a un retiro anticipado de medidas fiscales expansivas o, en el margen, a políticas fiscales menos expansivas, lo que, tal como se vio también en la sesión de la mañana, está en un contexto en el que la deuda privada no espera y los hogares siguen con un escenario de desapalancamiento que, en el corto plazo, no está dando señales de revertirse. Con todo, es de opinión que parece prudente monitorear cómo evoluciona esta situación antes de evaluar si es que hay un cambio importante respecto del escenario base del IPoM. Indica que en caso que ello persista o si alguno de estos riesgos se materializara, probablemente sí significaría un cambio que llevaría a decisiones de política.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece los comentarios del señor Kevin Cowan y da paso a la votación.

El Consejero señor Rodrigo Vergara agradece el trabajo preparado por el *staff* del Banco y señala concordar, en términos generales, con el análisis de la economía nacional e internacional que se ha hecho, en particular con respecto a la evolución del



BANCO CENTRAL DE CHILE

entorno externo, donde los recientes eventos en diversas economías de la zona Euro han aumentado la incertidumbre con respecto a la economía global. Con todo, es de opinión que las perspectivas de crecimiento se han mantenido bastante estables, incluso con un leve aumento marginal.

En lo nacional, el señor Rodrigo Vergara destaca que la actividad sigue repuntando con cifras superiores a las proyectadas hasta hace poco, y que algo similar ocurre con la demanda interna, que presenta velocidades proyectadas de expansión muy elevadas para los próximos trimestres. Plantea que es particularmente interesante el dinamismo de la inversión. Todo ello, precisa, ha significado un aumento en las proyecciones de mercado respecto al incremento del PIB este año.

El señor Vergara menciona a continuación que las proyecciones de inflación también suben, aunque no hay cambios mayores con respecto al IPCX1, debido a que la gran diferencia se estaría produciendo en el ítem de gastos financieros, producto del aumento en el impuesto de timbres y estampillas. En su opinión, el alza incipiente en la inflación debe seguirse con particular atención, ya que no se puede descartar tener a futuro algunas otras sorpresas en esta materia. Al respecto, hace presente que esto se ha visto en otros países, en línea con lo informado previamente por el Gerente de División Operaciones Financieras.

El Consejero aludido indica que el crédito presenta un repunte interesante, que es consistente con el mayor nivel de actividad esperado, y que el M1 presenta un crecimiento particularmente elevado.

A pesar de algunos antecedentes más promisorios, el señor Rodrigo Vergara advierte que aún quedan riesgos importantes, particularmente relacionados con el entorno externo, que recomiendan cierta cautela a la hora de hacer proyecciones y tomar decisiones de política. Expresa que ello, más una inflación aún muy por debajo de la meta del Banco Central, han significado que el mercado mantenga su estimación de que la TPM se mantendrá por algunos meses.

A juicio del señor Vergara, otros antecedentes importantes a tener en cuenta es tener una política fiscal más restrictiva o menos expansiva para este año. Con respecto al mensaje sobre hasta cuándo se mantendría la TPM, considera que los riesgos de inflación muy baja por un tiempo prolongado se han reducido, lo que permite reafirmar el mensaje que la TPM se mantendrá hasta el segundo trimestre de este año, al menos. Manifiesta concordar con la necesidad de mencionar un entorno externo más volátil y coincide también con la conveniencia de cambiar el tono de la mención de las condiciones crediticias desde "menos estrechas" hacia "que se han ido normalizando". Agrega que hacer referencia a la dinámica salarial le parece que no aporta mucho a estas alturas.

Por último, el Consejero señor Rodrigo Vergara declara no ser partidario de hacer mención al tipo de cambio, simplemente por simetría. Señala que si no se hizo en la RPM del mes pasado, cuando el tipo de cambio estaba en la parte baja de lo que se denomina el rango de equilibrio, tampoco debiera hacerse ahora, porque, por un lado, no está poniendo en riesgo la meta inflacionaria y, por otro, si se hiciera, se daría la señal de que, dado que antes el Banco no se pronunció, prefería un tipo de cambio más bajo que el actual, de lo que manifiesta no estar seguro de que sea así. Aclara que ello, por cierto, no significa que no se pueda hacer una referencia al tipo de cambio en futuros comunicados, sino que solo estima que no es conveniente en esta oportunidad.

Dado todo lo anterior, el Consejero señor Rodrigo Vergara expresa que su voto es por mantener la TPM en su nivel actual.

El señor Presidente agradece al Consejero señor Rodrigo Vergara y concede la palabra al Consejero señor Sebastián Claro.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro señala que las últimas cifras conocidas, tanto en el ámbito nacional como internacional, son, *grosso modo*, coherentes con las perspectivas planteadas en los últimos meses. Sin embargo, cree que existen varias novedades que son relevantes de recalcar, que, aun cuando no afectan la decisión de hoy, sí pueden alterar el escenario en adelante.

En el ámbito externo, indica que los mercados internacionales han mostrado mayor volatilidad en las últimas semanas, asociada principalmente a los problemas de endeudamiento en algunos países europeos. Agrega que esto explica, probablemente, la corrección de los precios de algunos *commodities* y el fortalecimiento del dólar a nivel mundial. Al mismo tiempo, menciona que se han ido consolidando las perspectivas de recuperación en diversas economías y que las expectativas de crecimiento siguen altas por los próximos trimestres. En su opinión, este es un tema a seguir con cuidado.

A nivel local, destaca que la cifra de actividad estuvo algo por sobre lo esperado, y que lo que más llamó la atención fue la generalidad en los componentes que explican la mayor actividad, que anteriormente había estado concentrado en sectores puntuales. En todo caso, estima que, por ahora, no se perciben desviaciones importantes respecto del escenario base en esta materia.

El señor Sebastián Claro manifiesta que el crédito doméstico comienza a dar mayores muestras de dinamismo, lo que es un fenómeno positivo, no solo porque puede estar reflejando mejores perspectivas por parte de los demandantes de crédito, sino que también mayor disposición de la banca a tomar posiciones menos líquidas y más riesgosas en sus activos. En todo caso, expresa que otras medidas, como los agregados M2 y M3, muestran todavía tasas de crecimiento acotadas.

A continuación, el señor Claro subraya que el registro de inflación de enero sorprendió significativamente al alza, afectado por cambios metodológicos y por un aumento inesperado en costos financieros, que, aparentemente, van más allá del efecto anticipado del impuesto de timbres y estampillas. Agrega que las cifras de inflación subyacente no mostraron sorpresas importantes. En su opinión, la principal novedad de esta cifra es que la trayectoria futura de inflación está sujeta a una importante varianza. Manifiesta que ya sea por cambios metodológicos, que vienen sucediendo desde el año pasado y son difíciles de anticipar, como por efectos de las fluctuaciones cambiarias, la trayectoria de inflación en adelante presenta bastante incertidumbre, y que una muestra de ello es que la inflación en doce meses proyectada en noviembre del año pasado para abril del 2010 era de 1,2%, cifra que cayó a 0,3% en enero y volvió a subir a 1,2% en febrero.

Esta incertidumbre, prosigue, se ve alimentada por la evolución del dólar, que tuvo una importante valoración respecto del peso en el último tiempo, tanto por razones externas como por razones domésticas. Destaca que la incertidumbre en este punto es grande y que un nivel persistente del tipo de cambio más depreciado puede tener impacto inflacionario. Añade que aun cuando es razonable pensar que el impacto de los ajustes domésticos en las posiciones de monedas no tiene efecto duradero sobre el tipo de cambio real, su efecto sobre el tipo de cambio nominal y el nivel de precios podría ser más duradero.

Por otra parte, el Consejero señor Sebastián Claro hace presente que la inflación subyacente ha seguido controlada y que las proyecciones sugieren registros anuales bajos por los próximos meses. Sin embargo, sostiene que la fuerte caída en la inflación subyacente en Chile difiere de la evolución de índices similares para otros países con similares características, con similares caídas en el producto y con evoluciones cambiarias parecidas, lo que sugiere que un componente no menor de la variación en la inflación subyacente en Chile tiene un componente doméstico que es difícil de explicar. A la luz de la incipiente dinámica al alza en los índices de precios en algunos países, esto,



BANCO CENTRAL DE CHILE

en su opinión, abre una interrogante sobre la trayectoria del IPCX1 en los próximos trimestres y sobre el fundamento de suponer cierto aislamiento en la trayectoria interna con la de otros países.

Para finalizar, el señor Claro manifiesta estimar que la evolución de los salarios nominales confirma en parte esta inquietud.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por mantener la TPM en su nivel actual y continuar con el proceso de eliminación de la FLAP, tal como estaba anticipado.

Prosiguiendo con la votación, es el turno del Consejero señor Enrique Marshall, quien, en primer término y como de costumbre, agradece al *staff* por el apoyo brindado.

El señor Enrique Marshall señala que las noticias del último mes, si bien no configuran un cambio relevante en el escenario base, requieren de un cuidadoso análisis por sus posibles implicancias futuras.

En el frente externo, indica que se ha producido un aumento en la percepción de riesgo, con efectos en los mercados financieros y cambiarios. Como ha ocurrido en ocasiones anteriores, menciona que, marcados también por la búsqueda de refugio, el dólar se ha apreciado, que las tasas de retorno de los bonos de Estados Unidos y de otros países desarrollados se han corregido a la baja, que las primas de riesgo se han elevado y que los precios de las materias primas han caído.

El señor Marshall sostiene que, por el momento, los efectos no parecen alcanzar a la economía real, precisando que la recuperación de la actividad se sigue visualizando como bastante sólida, mientras que las proyecciones de crecimiento en adelante no sufren modificaciones significativas. Los riesgos, sin embargo, han aumentado y han adquirido un sesgo a la baja, lo que, por cierto, requiere ser monitoreado.

El señor Consejero hace presente que los desarrollos observados en los mercados financieros y cambiarios en el último mes han puesto de relieve la todavía frágil posición en que se encuentra la economía mundial y el arduo camino que aún queda por recorrer para dejar definitivamente atrás la crisis. En ese contexto, señala que despiertan preocupación los efectos que producirá el retiro de las políticas de apoyo y estímulo.

En el frente interno, el señor Enrique Marshall menciona que los mercados de instrumentos largos han experimentado ajustes, que resultan coherentes con las noticias del último mes, pero que no implican cambios muy significativos en las expectativas. Afirma que donde sí ha habido novedades es en el mercado cambiario, ya que el peso, como casi todas las monedas, se ha depreciado significativamente en el transcurso del último mes. En su opinión, ello respondería, en parte, a la apreciación generalizada del dólar en los mercados internacionales y, en parte, a factores internos. Sostiene que si bien el tipo de cambio no se ubica actualmente en un nivel muy distinto al que se consideró para elaborar proyecciones en meses anteriores, los riesgos de que su trayectoria se desvíe han aumentado, por lo que esta es una materia que requiere un cuidadoso seguimiento por sus implicancias para la política monetaria.

El Consejero señor Marshall destaca a continuación que el crédito bancario muestra un repunte en el último mes, lo que si bien es alentador, se requieren más datos para poder confirmar que este habría entrado en un proceso de franco repunte o recuperación. Llama la atención que, al mismo tiempo, las tasas de interés hayan experimentado alzas importantes en prácticamente todos los segmentos. A su juicio, ello podría estar indicando una recuperación de la demanda por crédito, especialmente por parte de clientes con un perfil de riesgo más alto, pero también podría responder a



BANCO CENTRAL DE CHILE

expectativas de tasas de captación más elevadas en adelante. Al respecto, manifiesta que las implicancias de política son distintas en uno y otro caso.

Al proseguir, el señor Enrique Marshall se refiere a las cifras de actividad del último mes, que sorprendieron con un registro superior al esperado, pero que, más allá de ello, confirmaron que la economía se encuentra en clara recuperación. Señala que este proceso estaría conducido principalmente por una vigorosa expansión de la demanda interna, ya que, en efecto, esta última estaría creciendo a ritmo bastante elevado, muy por sobre el del producto, fenómeno que se observa en el periodo anterior a la detonación de la crisis en 2008.

El señor Marshall hace presente que si bien el crecimiento se muestra bastante en línea con lo previsto en el último IPoM, esta evolución de la demanda lleva a pensar que los riesgos para el crecimiento, que parecían bastante equilibrados dos meses atrás, resultan hoy más bien sesgados al alza. Indica que las cifras provenientes del mercado laboral son positivas, pero que dan cuenta de una recuperación todavía bastante débil y que, incluso, el crecimiento del empleo estuvo por debajo al del mes anterior.

El Consejero señor Marshall destaca luego que la inflación mensual de enero también sorprendió con un registro superior al esperado, debido, fundamentalmente, a factores puntuales y a cambios en la metodología de cálculo. Agrega que la inflación subyacente estuvo dentro de lo previsto y se mantiene baja. En cuanto a las expectativas de inflación de corto plazo, señala que se han ajustado levemente al alza y que las de mediano plazo apuntan con claridad a una convergencia a la meta, conducida principalmente por la recuperación de la actividad y la demanda. En ese sentido, manifiesta que la probabilidad de un escenario de inflación baja por tiempo prolongado ha disminuido significativamente. Advierte, sin embargo, que persiste bastante incertidumbre sobre la trayectoria futura de la inflación, y menciona que las noticias del último mes han reforzado esa percepción.

Las expectativas para la TPM, prosigue, no han variado significativamente, especialmente para los plazos más cortos, añadiendo que el mercado mantiene su percepción de que el ciclo de ajuste se iniciaría a fines del segundo trimestre o, a lo más, en el tercer trimestre de este año.

En suma, el señor Enrique Marshall señala que el escenario macroeconómico muestra perspectivas de crecimiento e inflación no muy distintas a las visualizadas con anterioridad, lo que conduce a reafirmar las señales de política que el Consejo ha entregado en los últimos meses. Hace presente que si bien los riesgos tanto para el crecimiento como para la inflación muestran un sesgo al alza, los cursos de evolución futura permanecen todavía muy abiertos, motivo por el cual lo que corresponde, por el momento, es monitorear estos desarrollos.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50%.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, agradece el análisis del *staff* y declara hacer suyo el listado de antecedentes del punto 2 de la Minuta de Opciones, a la que añade los siguientes comentarios.

En primer término, el señor Manuel Marfán señala que el principal factor que explica la reciente variación del tipo de cambio nominal, más que la apreciación mundial del dólar, es el comportamiento reciente de la cobertura cambiaria de los fondos de pensiones, gatillado por el cambio de normativa de la Superintendencia de Fondos de Pensiones. Indica que, en consecuencia, se trata por lo mismo, por el hecho de que es una operación de cobertura, de un estímulo cuyo impacto debiera tender a desaparecer en el tiempo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Como segundo comentario, el señor Marfán expresa coincidir con el juicio del Gerente de División Estudios, en cuanto a que la actividad, aunque superior a la prevista, no debe alterar el escenario central del último IPoM. Con todo, sostiene que ha sido característico en ciclos anteriores que la velocidad de salida ha sido superior a la deseada por la autoridad, principalmente por la dinámica del gasto privado. Plantea que ese no es el caso ahora, pero que sí es un escenario que no puede ser descartado. Agrega que no hay elementos que lleven a alterar la trayectoria prevista para la política monetaria y que, de manera consistente con ello, vota por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual.

El señor Vicepresidente declara creer que, pese a los eventos recientes que han afectado a la inflación en el corto plazo, el riesgo en adelante sigue contrapesado hacia la baja más que hacia el alza de la inflación.

Respecto de los elementos de oficio para el comunicado que se señalan en la Minuta de Opciones, estima conveniente suprimir la referencia de los patrones históricos de las remuneraciones y también señalar que las condiciones crediticias son menos estrechas. En cuanto al tipo de cambio, señala que no se debe omitir en el comunicado que el peso se ha depreciado, pero sugiere hacerlo de manera que no se resalte como materia de preocupación para el Banco, lo que tiene que ver con la sutileza de la redacción. En su opinión, una omisión frente a un hecho tan notorio entrega más bien información sobre la timidez del Consejo más que otra cosa, amarrándolo hacia el futuro. De todas maneras, aclara que lo expresado en este último punto son solamente sugerencias y no puntos duros, por lo que se acoge a lo que determine la mayoría del Consejo.

Para concluir con la votación, el Presidente, señor José De Gregorio, indica que desde la última RPM han ocurrido una serie de eventos relevantes para la conducción de la política monetaria, que deben ser debidamente evaluados para la decisión de la presente Reunión.

En el ámbito internacional, el señor Presidente señala que la economía mundial ha seguido su proceso de recuperación gradual, si bien las turbulencias financieras en algunas economías europeas han puesto una alerta a la velocidad de la recuperación, en particular en Europa. Plantea que aunque el contagio directo de estos problemas sobre la economía chilena es muy limitado, sus repercusiones en la economía global podrían no ser menores. Indica que esto ya ha resultado en aumentos en la volatilidad de los mercados financieros internacionales y presiones a la baja en los precios de los *commodities*.

En el ámbito interno, el señor De Gregorio indica que se confirma una recuperación sostenida y que el mercado, de acuerdo con lo que se observa en la Encuesta de Expectativas Económicas, ya tiene perspectivas de crecimiento para el 2010 similares a las que se han venido presentando en los IPoM desde septiembre del año pasado. Agrega que el ciclo de inventarios ya muestra señales de empezar a contribuir al crecimiento de la demanda. Sostiene que el vigor de esta recuperación y su potencial aceleración tendrán implicancias de primer orden sobre el retiro del estímulo monetario, aunque el observado hasta ahora se encuentra en línea con el escenario central y ha significado, obviamente, un aumento en las proyecciones del sector privado.

Manifiesta luego que la introducción del nuevo IPC con cobertura nacional y con base año 2009 trajo algunas sorpresas, en especial un aumento puntual de la inflación por el aumento de los servicios financieros, además de efectos también puntuales debido a los cambios metodológicos. Añade que no se observan diferencias en la evolución de la inflación al ampliar la cobertura a nivel nacional. Con todo, plantea que las medidas de inflación subyacente aún muestran presiones inflacionarias muy contenidas y que el impacto de los cambios metodológicos solo debiera tener efectos transitorios.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Presidente destaca que tal vez lo más relevante en el ámbito de las presiones de precios ha sido la significativa depreciación del tipo de cambio, la que se debe, en parte importante, a los cambios de portafolio de las AFP ocurridos después de los recientes cambios normativos, pero que también responde a otros cambios en el escenario externo, como la apreciación del dólar y la caída del precio del cobre. No obstante, expresa que las holguras en materia inflacionaria permiten acomodar esta depreciación sin mayores riesgos y que los recientes eventos deberían permitir asegurar la convergencia de la inflación a su meta. Al respecto, manifiesta creer y compartir la idea del Consejero señor Rodrigo Vergara de que hay que ser simétricos en los comunicados, señalando que el mes pasado no se hizo mención al dólar, porque no había cambios significativos entre las dos RPM, recordando que normalmente se incluye en el comunicado cuando se ha apreciado o depreciado significativamente. Luego, y en consideración a la discusión sostenida en esta oportunidad, estima que es un tema bastante central, que debería aparecer en la minuta y ser mencionado en el comunicado justificadamente.

Para concluir, el señor Presidente señala que las noticias recientes refuerzan las perspectivas de crecimiento para este año y mitigan el riesgo de que la inflación se vaya a quedar por debajo de su meta más allá de lo deseable. En suma, indica que el amplio conjunto de novedades más recientes no debiera cambiar por ahora la evaluación de las tendencias inflacionarias, aunque sí sugieren un monitoreo cuidadoso de las posibles desviaciones para actuar con flexibilidad ante un escenario tan cambiante. Por lo anterior, manifiesta que su voto es por mantener la tasa en 0,5% y seguir señalando que, en lo más probable, el retiro comenzará en el segundo trimestre de este año, algo que se debe evaluar en la medida que se acumule más información sobre el primer trimestre y que se pueda comunicar con más precisión en el próximo IPoM.

En razón de lo anterior, el señor Presidente concluye que, por unanimidad, se mantiene la tasa de política monetaria en 0,5%.

150-01-100211 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual.

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 0,50% anual.

En el ámbito externo, la volatilidad en los mercados financieros ha aumentado producto de turbulencias en algunas economías europeas. Los precios del cobre y del petróleo se han reducido. Con todo, las perspectivas de recuperación de la actividad global para este año no se han alterado.

En el plano interno, la información disponible sugiere que la actividad sigue expandiéndose y la demanda crece algo más rápido que lo previsto en el *Informe de Política Monetaria* de diciembre. La tasa de desocupación ha continuado reduciéndose. Las condiciones crediticias se han ido normalizando.

En enero, el IPC tuvo un aumento vinculado a ítems específicos. Las distintas medidas subyacentes siguen mostrando variaciones reducidas. Las expectativas de inflación de mediano plazo se han mantenido estables. El tipo de cambio real ha subido.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejo considera que el entorno macroeconómico es congruente con una TPM que se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% hasta al menos el segundo trimestre de este año. Con ello, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:05 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero





BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 151
celebrada el 18 de marzo de 2010

En Santiago de Chile, a 18 de marzo de 2010, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, con la asistencia del Vicepresidente, don Manuel Marfán Lewis, y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asisten también los señores:

Ministro de Hacienda,
don Felipe Larraín Bascuñán;
Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División de Estudios,
don Pablo García Silva;
Gerente de División de Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División de Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica,
don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Erika Arraño González;
Asesora de la Presidencia,
doña Mariana García Schmidt; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

Asisten también especialmente invitados, el Gerente de Infraestructura y Regulación Financiera, señor José Manuel Garrido Bouzo, y el Economista Senior señor Rodrigo Alfaro Arancibia.

1
)



El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 151, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de septiembre de 2010 para el día 16 de dicho mes.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, para que presente la información sobre el escenario externo.

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición, señalando que en el escenario internacional, los principales desarrollos del último mes apuntan a expectativas de crecimiento para el año 2010 que se revisan al alza, en línea con los indicadores de actividad que continúan recuperándose. Agrega que las encuestas de confianza a consumidores muestran ligeras caídas, debido especialmente a la debilidad en el mercado laboral; que disminuye la incertidumbre y la volatilidad en los mercados financieros, con efectos positivos en bolsas y primas por riesgos; que las proyecciones de inflación para el 2010 se ajustan levemente al alza y que los precios de los *commodities* vuelven a aumentar, bajo un escenario de mayor optimismo.

En términos de actividad, el señor Lehmann destaca que hay nuevos signos de recuperación en la actividad global, aunque las velocidades son algo dispares. Detalla que esta es bastante plana en el margen en el caso de Estados Unidos, que Japón y la zona Euro muestran algún aumento, en tanto que la recuperación es más fuerte o más clara en algunas economías emergentes, particularmente en China, y que Asia, en general, y Brasil registran también una recuperación interesante. Subraya, asimismo, que las exportaciones, en especial en Europa emergente, exhiben recuperaciones relativamente altas.

El Gerente de Análisis Internacional indica a continuación que el deterioro en el empleo se ha estabilizado y que, no obstante ello, la confianza de los consumidores ha tendido a retroceder, lo que estaría asociado a un mercado laboral que se mantiene débil. Añade que las tasas de desempleo siguen bastante planas, en general. En cuanto a la creación de empleo, hace notar que se observan algunas caídas marginales, que se mantienen en el caso de Estados Unidos y de otras economías desarrolladas, mientras que Brasil y otras economías emergentes muestran evoluciones positivas.

Los préstamos en Estados Unidos de América, prosigue, registran una caída, mientras que la tasa de ahorro de hogares, si bien muestra alguna moderación, continúa elevada. Señala que la tasa de ahorro se mantiene por sobre los niveles históricos, que se sitúan más bien en torno a 3% si se consideran los datos desde el 2000 hasta la fecha, y que aun cuando las últimas cifras dan cuenta de algunas caídas, se mantiene en niveles históricamente altos para esa economía.

En cuanto a las proyecciones de crecimiento, el señor Sergio Lehmann hace presente que se corrigen al alza y que destaca particularmente un mejor desempeño en las economías emergentes.

El Gerente aludido, refiriéndose a la inflación, informa que las expectativas para el presente año han aumentado en todas las regiones, en tanto que los registros *spot* exhiben cierta heterogeneidad. Cita el caso de Estados Unidos, que muestra una ligera reversión hacia el final, y donde el dato de IPC conocido esta mañana da cuenta de que no se ha registrado variación alguna. Agrega que se observan alzas, aunque ligeras, en algunas economías, especialmente en Europa emergente, y caídas en algunas otras, como Israel y Brasil. Para



resumir, indica que las proyecciones, mirando el 2010 como un todo, tienden a revisarse ligeramente al alza.

Continuando con su exposición, el Gerente de Análisis Internacional menciona que los premios por riesgo han disminuido en los países de la periferia de Europa ante nuevos anuncios de un ajuste fiscal. No obstante, advierte que habría que relativizar el apoyo de la región, que parece no ser tan fuerte como se pensaba algunos días atrás, ya que la información del día 2 de marzo señala que la Unión Europea estaría contemplando más bien la idea de que sea el Fondo Monetario Internacional el que ayude a financiar los problemas fiscales de Grecia. En cuanto a los CDS, el señor Lehmann señala que hasta el día 16 de marzo se observaba un ligero aumento de 10 puntos base, particularmente en el caso de Europa, y también en los *spreads* en esa misma dirección. En el caso de los otros países de la periferia europea, señala que los aumentos son bastante más reducidos en términos de CDS, destacando los movimientos de Portugal, España e Irlanda. Indica que ello ha contribuido a una percepción de menor incertidumbre y a una visión tal vez algo más positiva, que se ha reflejado en mercados bursátiles que se mueven al alza, particularmente en América Latina y en países de Europa emergente. No obstante, advierte que esta visión podría cambiar ligeramente, sobre la base de la información recogida esa mañana. Añade que la volatilidad en los mercados ha seguido cayendo y que, bajo ese contexto, los premios de CDS se han ajustado a la baja de manera generalizada, en especial en Islandia, Argentina y Portugal.

Al continuar con su presentación, el señor Sergio Lehmann se refiere a las paridades cambiarias, informando que las monedas de economías emergentes se han apreciado, mientras que en el caso de Europa, la libra esterlina muestra una depreciación importante y el Euro no registra cambios significativos. Agrega que si se revisan los movimientos en detalle, se observa un predominio de las apreciaciones de las monedas, en especial la de Brasil, Sudáfrica y las de algunas economías de Europa, como Polonia y Hungría; una cierta estabilidad del euro en las economías de la zona Euro y que la libra esterlina se ha depreciado en torno a 2%, y en 0,5% el yen y el peso argentino.

El señor Lehmann, haciendo mención a las tasas de interés, informa que las de mediano y largo plazo se mantienen relativamente estables, que se observan ciertas fluctuaciones en las tasas largas de una magnitud no relevante tanto en Estados Unidos como en la zona Euro, no obstante en este último caso de las turbulencias asociadas a los países de la periferia europea.

Respecto de las expectativas de mercado para la TPM, el señor Lehmann indica que se han ajustado nuevamente a la baja, en línea con señales de parte de las autoridades que refuerzan que el período de bajas tasas sería prolongado. Destaca que ello ya había ocurrido en los dos últimos meses, por lo menos. Hace notar también que la curva *forward* de Estados Unidos de América vuelve a exhibir un ajuste a la baja, lo mismo que la del Reino Unido, mientras que el ajuste de las de la zona Euro y Japón se mantiene plano. Agrega que, de acuerdo con esta información, el aumento de la TPM en Estados Unidos comenzaría más bien hacia el último o tercer trimestre del año, cosa que también se ha producido a nivel global, esto es, que el movimiento de las expectativas de alza se ha postergado y, por lo tanto, que parte de la acción de la política monetaria, que se esperaba para el segundo semestre de este año, se ha trasladado hacia el año 2011.

El Presidente, señor José De Gregorio, recomienda que para futuras presentaciones se indique en el gráfico el nivel mínimo alcanzado, ya que ello daría información respecto de la evolución de la política monetaria.



En materia de *commodities*, el Gerente de Análisis Internacional señala que los precios se han recuperado en este contexto de menor incertidumbre y que, en general, su movimiento ha sido más bien positivo, en torno a 10%. Subraya, particularmente, el aumento del precio de la gasolina y del cobre, así como la caída del precio del arroz, que ha incidido en una caída de 2% en el índice agregado de granos y cereales.

Para finalizar, el señor Sergio Lehmann hace presente que, desde una perspectiva algo más larga, la evolución de los precios de los *commodities* da cuenta de que en el último mes estos retornaron a los niveles registrados hacia fines del año 2009. Indica que ello ha llevado a revisar las proyecciones al alza, en línea con las evidencias de que el balance de oferta-demanda está más ajustado que hace algunos meses. De esta forma, informa que se espera que el precio del cobre bordee los US\$ 3 o US\$ 2,9 la libra en el 2010 y en el 2011, respectivamente, y que el de los combustibles también registre alzas, aunque de menor magnitud, estimándose un precio de US\$ 619 el metro cúbico para este año y de US\$ 635 el metro cúbico para el 2011.

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

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que llama la atención que el mercado siga retrasando las expectativas de alzas de tasas, respecto de lo que se pensaba antes, dados los datos actuales sobre actividad, las perspectivas de inflación, los precios de los *commodities* y el hecho que la incertidumbre ha ido cayendo, salvo por los problemas en Europa. Agrega que aun cuando no se considerara que las expectativas de crecimiento en el mundo han ido aumentando, por lo menos sí se podría pensar que la varianza ha ido disminuyendo. Dicho eso, plantea dos temas que, en su opinión, pueden ser relevantes: el primero, que la causalidad sea exactamente al revés, es decir, que lo que está justificando o manteniendo fuerte las perspectivas de crecimiento es que los bancos centrales están manteniendo esta situación, por lo que se abren bastantes dudas sobre qué va a ocurrir cuando la política monetaria y el rescate al sistema financiero desaparezca. Lo anterior, porque no calza la dirección que está tomando ya hace algún tiempo el retraso en la normalización de la política monetaria y el que las perspectivas de crecimiento y de la inflación sean mayores. Señala que un segundo tema se refiere a cuál puede ser la implicancia de que el mercado empiece a esperar atrasos de dos o tres meses en las normalizaciones en distintas economías. Al respecto, señala que esto puede justificarse en Chile, especialmente a raíz del terremoto, pero no así en otras economías.

El Consejero señor Enrique Marshall se refiere a la inflación en las economías emergentes, en particular, en Asia, y las compara con la que exhiben las economías desarrolladas. A su juicio, si esta tendencia continúa, las economías desarrolladas, a diferencia de las emergentes, van a permanecer por mucho tiempo con tasas bajas, lo que, sumado a los problemas fiscales que tienen, probablemente las va a llevar a hacer ajustes por el lado fiscal y a apoyarse por el lado monetario. Las emergentes, por su parte, van a tener que empezar a elevar la tasa, o sea, a retirar el estímulo monetario.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, hace ver que ha aumentado la probabilidad de ocurrencia de una guerra comercial contra China, ya que es evidente que hay una acción concertada para presionar a esa economía a apreciar su moneda, que parte con una resolución del Congreso de los Estados Unidos de América, a la cual se ha sumado Europa y una serie de otros países, que pudiera llevarse a cabo. Agrega que el solo hecho que empiece a aumentar la probabilidad de ocurrencia de esas amenazas, comienza a tener efectos reales negativos para nuestra economía.



El señor Presidente señala creer que lo que está poniendo en riesgo al mundo es que hay una especie de visión de *wait and see* de todos los bancos centrales, esto es, de ver primero cómo evolucionan las economías una vez que se han retirado los estímulos fiscales y de política monetaria no convencional. Menciona que en el caso de los países en desarrollo y la comunidad emergente, en general, el inicio del ciclo de alza de tasas podría estar contenido, debido al diferencial de tasas de interés que se produciría y sus efectos sobre las paridades, en tanto que en las economías desarrolladas este estaría suspendido, generándose, en consecuencia, una especie de prolongación excesiva del impulso monetario.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que los países que parecen más sobrecalentados son aquellos que no hacen políticas con tasas de interés, con tasas de reservas, agregando entender que así lo hace la India y China también.

El señor Sergio Lehmann señala que él agregaría a esta visión de *wait and see*, los efectos que el retiro del estímulo fiscal va a producir en la dinámica de crecimiento y que, por lo tanto, los bancos centrales han sido perseverantes en anunciar en sus comunicados que las tasas se mantendrán bajas por un tiempo prolongado, lo cual no estaba todavía del todo incorporado en la minuta.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece los comentarios y concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, para que presente el escenario interno.

El señor Claudio Soto inicia su presentación, haciendo el alcance que comenzará con el diagnóstico pre terremoto, es decir, dando cuenta de la situación previa al 27 de febrero.

El señor Claudio Soto recuerda que el Imacec de enero sorprendió al alza, ya que registró un crecimiento de 4,2% anual y una variación mes a mes de 1%, lo que constituye una variación bastante elevada. A nivel sectorial, indica que se venía observando hace ya algunos meses que comercio e industria estaban liderando la recuperación, no así el sector construcción, esperándose que en el futuro cercano este último fuera retomando un ritmo más dinámico. Menciona que el sector de la minería ha registrado bastantes vaivenes, ya que sorprendió al alza a fines del año pasado y luego algo a la baja, destacando que en enero nuevamente tuvo registros de exportaciones de cobre bastante elevados.

En cuanto a las velocidades, el señor Soto señala que si se revisan las cifras de cierre del año pasado, se tiene un diagnóstico de mayores velocidades. Destaca que hay diferencias si se consideran los factores estacionales, lo que hace cambiar parcialmente el diagnóstico, pero que si se compara el cierre de cuentas con el escenario anterior al mismo, se tiene una economía que está cerrando sus brechas a una velocidad más alta que en el diagnóstico anterior, especialmente en los sectores resto, industria y construcción. Hace presente que otra noticia importante del cierre de cuentas es que la desacumulación de existencias no fue tan abrupta como en algún momento se pensó, detallando que el año pasado habría llegado a 4% del PIB y, en realidad, fue cercana a 2,6%, compensada por un dinamismo de las exportaciones bastante más bajo que el que se había diagnosticado antes de conocerse esas cifras.

Respecto del mercado laboral, el Gerente de Análisis Macroeconómico reporta que ha habido en el margen un cierto aumento de la tasa de desempleo, y que si se eliminan los factores estacionales, la tasa de desempleo desestacionalizada llega a 9,6%, algo por sobre lo registrado en meses anteriores, lo que se ve contrastado con un dinamismo del empleo algo mayor en el margen. Indica que el leve aumento en la tasa de desempleo explica que la fuerza



de trabajo también esté retomando un cierto crecimiento, y destaca que, de hecho, la tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo ha aumentado un poco en el margen y que en el registro de enero da cuenta, por primera vez después de casi un año, de un crecimiento positivo en el empleo en doce meses.

El señor Claudio Soto menciona a continuación que los salarios habían registrado tasas de crecimiento bastante elevadas, en general tasas de variación mensual en torno a 0,5 - 0,6%, pero que a partir de la nueva metodología de cálculo de los salarios del INE, la tasa de crecimiento interanual fue más baja a lo largo del año pasado, que hubo registros mes a mes negativos en la variación de salarios no solo en enero último, sino que también durante el año pasado. Con ello, plantea que la tasa de crecimiento de los salarios reales en el margen se encuentra hoy día algo por debajo de 3%, cifra que no es muy distinta de los promedios históricos. Explica que la Gerencia a su cargo no ha efectuado la comparación con el perfil habitual de indexación, porque eso se debería reevaluar a la luz de los nuevos datos de salarios. No obstante, indica que sí se puede observar en el margen que la tasa de crecimiento es de 3%, coherente con el crecimiento y la productividad media del trabajo de estado estacionario, que es en torno a 3%.

El señor Enrique Marshall consulta si la ecuación que se presenta comprende la variación referencial, a lo cual el señor Claudio Soto responde que el INE entregó una serie de niveles de salarios para todo el 2009, a diferencia de la Gerencia de Análisis Macroeconómico, que ha hecho un empalme muy sencillo por regla de tres a partir de enero de 2009 con la serie histórica. Agrega que el INE ha señalado que esta comparación no es válida, porque son muestras distintas, ponderadores distintos, por lo que la estimación del Banco es, en realidad, muy gruesa y es lo mejor que se tiene disponible.

Continuando con su exposición, el señor Claudio Soto hace presente que el INE realizó varios cambios, siendo los dos más importantes, la ponderación de los distintos sectores económicos y un cambio de muestra. Indica que lo que su Gerencia ha evaluado hasta ahora es que el cambio de ponderación es lo más relevante para explicar el cambio en la serie de salarios. Explica que si se utilizaran los ponderadores antiguos, se llegaría a algo bastante parecido a lo que fue la historia, por lo que las diferencias más significativas con el nuevo índice se pueden asociar al cambio de ponderadores.

Al respecto, el Gerente de División Estudios aclara que "referencial" es la forma como el INE llama a los datos que no quiere denominar como oficiales. Señala que ese Instituto no quiso revisar la historia, por lo que todos los datos del año 2009 los denomina índices referenciales.

Refiriéndose ahora a la inflación, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que el IPC de febrero estuvo bastante en línea con lo que el Banco esperaba y que, de hecho, fue levemente mayor al que había estimado la Gerencia a su cargo. Hace presente que se tuvo una sorpresa de una magnitud relevante en los componentes subyacentes, ascendente a tres décimas, fundamentalmente por aumentos en precios de alimentos no perecibles y por una disminución menor que la anticipada en el caso del vestuario. Explica que en el caso del IPCX1, ello se compensó, en parte, por la reducción de las tarifas eléctricas, que fue mayor que la anticipada y que correspondió a una reliquidación en el mes de febrero cuando se compensó a los clientes por el atraso de la entrada en vigencia del decreto tarifario dictado en noviembre. Comenta que esa compensación es por una vez, por lo que esta se revierte después. Menciona también el caso de los combustibles, que generó una diferencia a la baja por las presiones del tipo de cambio durante el mes y por las variaciones del precio del petróleo.



Con todo, el señor Soto indica que en el margen las velocidades de los distintos componentes de la inflación han estado aumentando, tanto el IPC como los componentes un poco más subyacentes. En el caso del IPCX1, señala que la velocidad mensual también está subiendo y que se está acercando a 3%, y que la del IPC total está algo por sobre 3%. Advierte que estas medidas de velocidad deben ser vistas con bastante cuidado porque contemplan una desestacionalización y se sabe que el patrón estacional del IPC cambió a partir del año 2009. Explica que esa Gerencia ha tratado de reconstruir la historia estacional del IPC total con la propia lectura sobre lo que fue la serie de vestuarios y con datos micro que dispone, y a partir de eso desestacionalizar, pero insiste que la reconstrucción que están tratando de hacer es bastante gruesa.

En cuanto al escenario post terremoto, el Gerente de Análisis Macroeconómico manifiesta que, respecto de febrero y con las nuevas cifras de Cuentas Nacionales, el cambio de nivel del PIB para el primer trimestre es de 0,8%, mayor que el que se tenía antes de conocerse el cierre de cuentas, y que se estima que el impacto del terremoto será de -2% para dicho trimestre. Con ello, señala que la variación neta de la proyección para el primer trimestre se corrige en 1,1% a la baja. Agrega que para el segundo trimestre, el 0,8% del primer trimestre se mantiene, porque es un nivel más alto del PIB para comenzar el año, y que se está considerando una caída por efecto del terremoto de -1,4%, por lo que el PIB se corrige en 0,7% a la baja. Refiriéndose a los distintos sectores, comenta que hay sectores que obviamente se van a ver más afectados con esta catástrofe, como es el caso del sector industria, donde se observa que la situación de mayor debilidad va a continuar durante el segundo trimestre. No obstante, destaca que hay otros sectores que van a verse compensados en su dinámica de crecimiento, como es el caso del de la construcción, donde se espera que haya un rebote y más actividad en el segundo trimestre que lo que se hubiera registrado de no haber ocurrido el terremoto.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta a qué corresponden el -1,1% y el -0,7%, señalando el señor Presidente que es el cambio en la tasa de crecimiento respecto a un escenario pre terremoto. Agrega que como consecuencia del terremoto, el nivel del PIB podría disminuir 2% en el primer trimestre y 1,4% en el segundo. El señor Soto complementa, aclarando que si no hubiese ocurrido esa catástrofe, se habría tenido un PIB 0,8% mayor que en la Reunión de Política Monetaria pasada, cuando todavía no se conocía el cierre de cuentas.

El Consejero señor Sebastián Claro recuerda haber discutido en reuniones del IPoM de marzo que las caídas de 2% y de 1,4% comentadas tienen dos componentes: el primero, la caída asociada directamente al menor capital que va generando menor producto; y el segundo, que existe, además, un agregado de una percepción de cuánto cayó la actividad, no por menor disponibilidad de factores, sino que porque hay una disrupción.

El señor Claudio Soto confirma que esos son los dos componentes, en tanto que el señor Pablo García explica que no es que dichos números se obtengan a partir del diagnóstico de cuánto cayó la oferta versus la demanda, sino que se llega a ellos basados en información de prensa y de la SOFOFA respecto de qué pasó con las empresas y con determinados sectores de la economía. Indica que, después, para calibrar cómo ello se vislumbra en adelante, se sometió el modelo a un par de *shocks*, de tal forma que arroje este tipo de resultados en el corto plazo.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta si la caída de la productividad es residual en el corto plazo.



El señor Claudio Soto hace presente que la caída de la productividad se calibró de tal manera que coincidiera de alguna forma con el alza de la inflación que se le está asignando al terremoto y con lo que arrojaría el modelo por una caída en productividad. Indica que este último tendría una pequeña alza de la inflación, por lo que el tamaño del *shock* se está calibrando para que esa alza neta en la inflación sea del orden de un punto, en promedio, en el trimestre.

El Consejero señor Sebastián Claro llama la atención que, cuantitativamente hablando, el -0,2% de capital era el impacto en el trimestre y que si se tiene una caída del stock de capital de 2-3%, la elasticidad tiene que ser muy baja para llegar a ese -0,2%. El señor Presidente pregunta que si el stock de capital cae 2-3%, por qué el efecto instantáneo es sólo la décima parte y no el 40%.

El señor Claudio Soto indica que ello se explica porque en el modelo hay una respuesta endógena de la oferta de trabajo y de la demanda por trabajo, mencionando que hay una caída en los salarios reales y una expansión en la oferta. Agrega que el modelo tiene incorporado un efecto ingreso en la oferta de trabajo. Indica, asimismo, que se ha tratado de hacer una serie de ajustes al modelo para darle cierto realismo y lógica, y que la forma más limpia de hacerlo era introducir además un *shock* de demanda, de caída del consumo y de la inversión y un *shock* de productividad, que diera un perfil de crecimiento y de inflación más bien coherente con lo que se está analizando.

Al continuar con su exposición, el Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que se estima que el crecimiento del primer trimestre llegaría a 3%, con una gran incidencia del terremoto en el sector industria. Menciona que el efecto de este suceso se vería reflejado en menor consumo y exportaciones y en una desacumulación indeseada de existencias durante el segundo trimestre de este año. A modo informativo, señala que el crecimiento habría sido de 5% si no hubiese ocurrido esta catástrofe.

A nivel sectorial, indica que el efecto del terremoto en la industria se vería parcialmente compensado con un mayor dinamismo del sector construcción.

En cuanto a la configuración de la demanda para el primer y segundo trimestre por efectos del terremoto, el señor Claudio Soto reporta un efecto en la inversión, una reducción del consumo privado, en que se está suponiendo que, de alguna manera, además de un efecto ingreso que puede afectar la demanda. Destaca que el cambio más importante se produce en el primer trimestre, puntualmente en marzo, es la acumulación indeseada de existencias, ya que parte de la producción no se podrá exportar por el daño que han sufrido algunos puertos. Menciona que hacia el segundo trimestre se está suponiendo que, de alguna manera, la demanda, el consumo y la inversión seguirán a un cierto ritmo, que la producción va a ser más lenta y, por lo tanto, se va producir una desacumulación de inventarios indeseada.

El señor Sebastián Claro señala que en algunos casos no se está suponiendo que hubo pérdidas de existencias, sino que, por el contrario, que no se ha podido vender y, por lo tanto, hay un *stock* en exceso.

El señor Claudio Soto aclara que se está refiriendo a los flujos, no al *stock*. Agrega que la caída en el *stock* tiene una implicancia hacia el flujo futuro que se está considerando en el cuadro macroeconómico y en la dinámica de inventarios en adelante, en que se prevé una recuperación de inventarios más fuerte durante la segunda parte del año, por sobre lo se que hubiera predicho antes del terremoto, en la medida que las firmas traten de recomponer sus *stocks*, ya sea porque los tenían en niveles bajos por desacumulación durante



el año pasado, o porque están aun más bajos, dado que hubo pérdidas de *stock* en algunos sectores específicos.

Respecto de la inflación, el Gerente de Análisis Macroeconómico destaca que la evidencia histórica no indica aumentos evidentes en la inflación después de terremotos y desastres naturales, por lo que los argumentos para sostener que hay un aumento claro y evidente hacia el alza no son tan fuertes. Reporta que tampoco se observan sorpresas al alza en el caso de alimentos X1, y que respecto de frutas y verduras, no se cuenta con una historia suficientemente extensa para poder hacer una desestacionalización con la frecuencia necesaria, como tampoco hay antecedentes para asumir que hay un aumento muy anormal de precios. Manifiesta que sí se han observado aumentos de precios en el seguimiento de Jumbo que hace el proyecto que se lleva a cabo en la Gerencia de División Estudios, por lo que el supuesto que se está haciendo hoy, algo en línea con lo que está suponiendo el mercado, es que el terremoto va a tener un impacto en la inflación más o menos acotado, de algo de cuatro décimas de mayor inflación en marzo. Hace ver que parte de ello sería transitorio y que se devolvería en mayo o principios de junio.

El señor Claudio Soto prosigue, mencionando que la nueva proyección considera una apreciación reciente del peso, que reduce la inflación de combustibles en el corto plazo. Al respecto, detalla que se está completando la proyección con un supuesto para precios de combustibles y con el supuesto habitual del tipo de cambio, consistente en el promedio de los últimos diez días, que es de \$ 516 en esta oportunidad. Hace presente que estos supuestos serán actualizados cuando se efectúe el cierre del IPoM, por lo que, dada la evolución en el tipo de cambio *spot*, probablemente el promedio de los últimos diez días va a ser aproximadamente \$10 más alto, lo cual podría tener una incidencia de alrededor de una décima de mayor inflación en el horizonte de corto plazo. Indica que con ello se tendría una inflación del IPC que estaría llegando a 3,4% en agosto, versus 3,1% que habría sido el caso si no hubiese habido terremoto.

El señor Presidente consulta cuál era la inflación del IPC considerada en el IPoM pasado. El señor Claudio Soto informa que era 2,5% al término del año 2009 y que ahora se estima de 2,6% en julio. El señor Pablo García acota que los seguros de inflación también están arrojando 3,4% a agosto.

El señor Claudio Soto destaca luego que ha habido dos correcciones importantes al alza, que no se deben al terremoto. Menciona que la primera de ellas es a febrero, producto del nuevo IPC nacional, cuando se entendió de mejor manera cómo afectaba la reponderación de los distintos componentes del IPC y, en especial, el aumento adicional del impuesto de timbres y estampillas, que será aproximadamente en julio. Indica que la segunda corrección proviene de la parte más subyacente, en el IPCX1, que subió tres décimas, ya que se piensa que puede haber algo más de estacionalidad en adelante. Agrega que esta proyección incluye el aumento del impuesto específico de combustibles, que se aplicará en abril, y que también tiene el efecto de la aplicación del remanente del impuesto de timbres y estampillas en julio, con lo que se llegaría a una inflación por sobre 3% en agosto, en que combustibles y los sectores resto tendrán una incidencia positiva en la proyección en adelante.

El Presidente, señor De Gregorio, plantea sus dudas respecto del efecto en el empleo que podría tener la caída estimada en el *stock* de capital. Señala que, en primera instancia, podía estimarse que una caída de 2% genera un descenso inmediato de 3% en el nivel de empleo. Sin embargo, señala que su intuición le indica que esta situación no se produciría, por cuanto el esfuerzo de reconstrucción opera en sentido contrario sobre el empleo. Por esta misma razón, indica que calibrar los modelos con efectos ingresos sobre la oferta de trabajo, por ejemplo vía salarios reales, le parece exagerado.



El señor Claudio Soto explica que el modelo determina el efecto sobre el empleo por el lado de la demanda, por lo que un *shock* a la producción afecta la demanda y, por ende, el nivel de empleo. Agrega que esto es coherente con el efecto de corto plazo que se está suponiendo para el PIB, por lo cual, el efecto agregado no solo considera el *shock* inicial al nivel de actividad, sino que también incluye los efectos de corto plazo de su dinámica.

El señor Pablo García complementa, mencionando que esta forma de construir el efecto de corto plazo del terremoto sobre la actividad, la demanda y el empleo tiene por lógica generar una proyección que sea coherente entre sí. Agrega que los modelos de corto plazo no poseen las características para lograr dicha coherencia, pues es una proyección que se construye a partir de la estimación de solo una parte de las variables, el PIB. Consultado por la no utilización de los modelos de mediano plazo en este tema, el señor García responde que ello se debe a que los modelos de mediano plazo no son capaces de dimensionar los efectos de corto plazo y sus resultados se han evaluado como poco adecuados. Por lo mismo, manifiesta que se realiza esta calibración de los efectos de corto plazo a través de relaciones estadísticas estándar.

El señor Manuel Marfán se refiere a la inflación, mencionando que se tuvo una sorpresa inflacionaria en los meses previos por el impacto del servicio financiero en el IPC, porque al reponerse la mitad del impuesto de timbres y estampillas, equivalente a 60 puntos base, impuesto que tendría ahora una ponderación más alta, generaría un impacto significativo en la inflación. Indica tener la impresión que la tasa de interés va a subir más que 60 puntos base hacia el futuro, por lo que valdría la pena calcular qué significaría eso con los nuevos ponderadores.

El señor Claudio Soto explica que, anteriormente, cuando el INE medía los servicios financieros, asociaba los costos por el impuesto de timbres y estampillas a la tasa de interés, mientras que ahora solo asocia los costos de contratar créditos, por lo que no está vinculado a la tasa de interés. Luego, si aumenta la tasa de interés, no aumenta la canasta del IPC.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, refiriéndose ahora al mercado financiero, indica, en primer término, que después del terremoto se produjo una apreciación significativa del peso, la que se revirtió en lo más reciente, y ha vuelto a los niveles bastante en línea con los observados antes del terremoto. Agrega que el peso todavía está algo apreciado en términos multilaterales, respecto al período previo a la catástrofe, pero en una magnitud bastante menos significativa que la que hubo exactamente después de esta.

En segundo lugar, señala que las tasas *swap* han registrado una caída relevante, en tanto que las tasas reajustables, que cayeron con posterioridad al terremoto, han tendido a recuperarse en lo más reciente. De hecho, menciona que el movimiento neto de algunas tasas ha sido al alza, que las tasas de los BCU-10 están en un mayor nivel que antes del terremoto, en tanto que las de los BCU-5 están exactamente al mismo nivel.

En el caso de las tasas de colocaciones, el señor Soto reporta movimientos mixtos, destacando que las tasas de consumo a tres años han aumentado no solo en el margen, sino que han venido registrando alzas desde fines del año pasado. Agrega que las tasas de colocación comerciales de entre 90 y 360 días exhibieron un aumento, pero que el último dato da cuenta de una caída, mientras que las tasas hipotecarias, si bien registran una leve caída, se mantienen en niveles similares a los observados hace algunos meses.



Respecto de los movimientos bursátiles, el señor Claudio Soto informa que la Bolsa cayó después del terremoto, que se ha recuperado posteriormente, pero que, no obstante, si se la compara con los movimientos de otras bolsas latinoamericanas, se observa una caída neta de aproximadamente 6%, medida en dólares, desde ese suceso a la fecha.

En cuanto a las expectativas de mercado, el señor Soto manifiesta que el mercado ha recogido el efecto del terremoto dentro de lo esperado, es decir, se han corregido a la baja las expectativas de crecimiento para este año y al alza las expectativas de crecimiento para el próximo año. Llama la atención sobre el caso de los bancos de inversión, que han corregido en una décima al alza las perspectivas de crecimiento para este año, desde 5% hasta 5,1%, y aún más para el 2011, desde 4,7 a 5,8%. En el caso de la Encuesta de Expectativas Económicas, comenta que el crecimiento se corrigió desde 4,9% hasta 4,5% este año y para el año próximo desde 5% hasta 5,4%, es decir, la caída en el PIB este año se compensará el próximo.

Los seguros de inflación, prosigue, recogieron el cambio de las expectativas respecto de la inflación de marzo, ya que los datos mensuales, que estaban entre 0,3 y 0,4% previo al terremoto, subieron algo por sobre 0,7%, es decir, cuatro décimas, que coincide con la visión de la Gerencia a su cargo. Informa que las perspectivas a un año también se han ajustado al alza, de manera que si se revisan las expectativas a dos años, o sea en el horizonte de política, la uno en uno, con las oscilaciones más o menos habituales que tiene, sigue estando más bien en 3%. Añade que las compensaciones inflacionarias que se deducen de los bonos están teniendo mucha volatilidad y están en torno a 3%, por lo que hoy día quizás es más adecuado seguir estas medidas que son algo más estables.

Respecto de la FLAP, el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Matías Bernier, recuerda que en reuniones de coyuntura se ha comentado que hay una disminución neta semana a semana en torno al *stock* de la FLAP vigente, pero que durante las últimas tres semanas parte de ese movimiento ha sido compensado por incrementos en operaciones REPO que admiten depósitos a plazo como colaterales. De hecho, precisa que el incremento ha sido motivado exclusivamente por bancos que han sustituido la FLAP, utilizando depósitos a plazo y trasladándolos a operaciones REPO, y hace especial mención a que esas operaciones REPO tienen, en la práctica, poco más de un mes de vigencia adicional al plazo máximo de vigencia de la FLAP.

El señor Presidente pregunta el plazo de los REPO, a lo cual el señor Bernier responde que son a 28 días. Añade que el comunicado del Consejo del 30 de octubre del año pasado anunció el último acceso a REPO de 28 días para el día 30 de junio, haciendo ver que como estos accesos se hacen semanalmente, el último de ellos tendrá lugar el último martes del mes de junio.

El Gerente de División Estudios consulta si convendría, entonces, estar más en REPO que en la FLAP. El señor Matías Bernier responde afirmativamente y explica que esta corresponde, básicamente, a una medida de extensión para poder hacer el reacomodo de los depósitos a plazo, agregando que es el sustituto de ir al mercado a refinanciar esos depósitos que hoy día están en la FLAP, que cuando vencen, el mercado tiene que buscar liquidez, ya sea por fuentes propias o reliquidando temporalmente estos depósitos.

El señor Presidente pregunta si a ello se debe que el último dato dé cuenta de una disminución. El señor Matías Bernier indica que así es y destaca que lo normal habría sido la conducta de las penúltimas dos o tres semanas, esto es, que se hubiese mantenido un *stock* más bien permanente; no obstante, informa que se registró una disminución del *stock* neto en la



última semana, en el dato en el margen, lo cual sugiere que aun así los bancos ya están haciendo el reacomodo completo del refinanciamiento, lo que no significa que la sustitución FLAP/REPO vaya a perdurar en el tiempo, sino que además en el neto habría una disminución en la FLAP más REPO, que debería ser la dinámica en la semana siguiente.

Al respecto, el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, recuerda que la FLAP y el REPO no son lo mismo, porque una es una tasa fija y la otra una tasa variable.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si antes habían operaciones REPO, a lo cual el señor Matías Bernier responde que efectivamente existían operaciones vigentes. Recuerda que dichas operaciones fueron creadas para permitir la esterilización monetaria de las operaciones de compra *swap* de divisas, creadas en octubre de 2008. Explica que, aun cuando en julio del año pasado había un *stock* relevante de operaciones REPO vigentes, por la estructura de tasa flotante y los plazos involucrados, no pueden considerarse como sustitutos de una FLAP a 180 días a tasa fija. Indica, finalmente, que basado en la evidencia que en los últimos meses no se han originado nuevas operaciones de compra *swap* de divisas, y basado también en que los montos vigentes de REPO previos a marzo han sido muy marginales comparados con el *stock* posterior, y las fechas de término de acceso de la FLAP y de los REPO, es posible tener un juicio respecto de la pertinencia de excluir las operaciones previas y focalizarse solo en las recientes por ser estas últimas un sustituto de la FLAP.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, retoma su presentación y señala que, respecto de las perspectivas para la tasa de política, la curva *forward* indica que se ha atrasado el inicio del alza de tasas en dos a tres meses, aproximadamente, esto es, desde junio hasta agosto. Explica que para agosto recién se tiene un movimiento significativo al alza respecto de lo que se tenía antes del terremoto y de la Reunión de Política Monetaria anterior. Agrega que ello también es coherente con lo que se deduce de las encuestas de expectativas, ya que la de febrero estimaba una TPM a diciembre en 2,5% y hoy día está en 2%.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación del señor Claudio Soto y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que el único comentario, más allá de lo que se ha discutido en las reuniones de IPoM, es que da la impresión que la mayor novedad del mes no fue tanto el terremoto, sino que la corrección en la base que se tenía, es decir, cuál es la perspectiva de crecimiento y la corrección de inflación de corto plazo.

El señor Pablo García señala que ello está contemplado en la Minuta de Opciones, pero que, en general, el diagnóstico que se podría pensar que se había hecho, y que obviamente tiene un componente especulativo, habría considerado un punto más de crecimiento para el año, un punto más de inflación para el año y una mayor TPM. Agrega que, a partir de ese diagnóstico, esos resultados habrían desembocado en el IPoM en unas semanas más.

El señor Vicepresidente pregunta cuáles son los supuestos que se hacen respecto de la política fiscal para este año, a lo cual el señor Claudio Soto responde que el escenario con que se ha trabajado, que es a seis meses, no incorpora supuestos al respecto, porque se está suponiendo que cualquier paquete fiscal tendría efectos en el segundo semestre. Añade que el ejercicio que se vio en el IPoM contempla un supuesto de un paquete fiscal de medio punto del PIB aproximadamente a partir del segundo semestre, en un horizonte promedio de dos años.



El señor Manuel Marfán indica que no le extrañaría que se diera un mayor impulso fiscal a lo largo de todo el año y no solamente a partir del segundo semestre. Declara saber que el primer semestre no se proyecta con el modelo y que el modelo pivota a partir del segundo semestre, pero que ello no quita que los efectos de demanda agregada no existan, por lo que si no están en el modelo, una parte inicial hay que ponerla a lápiz. Agrega que ello también va a ser relevante para efectos de la magnitud del saldo fiscal de fin de año, por lo cual debe considerarse lo que estaría ocurriendo en el primer semestre para efectos de las operaciones de cambio. Señala que si bien esto a lo mejor no forma parte del modelo o es más difícil incorporarlo, si debiera formar parte de los antecedentes para que el Consejo pueda emitir juicios. Asimismo, comenta que en el mercado hay bastante perplejidad y que los operadores de las mesas de dinero, por ejemplo, desplazaron su *forward* de TPM aproximadamente dos meses hacia la derecha, lo que significa una postergación de la política monetaria en un 2% durante todo el horizonte encuestado. Indica que eso no le calza con una caída del PIB potencial de entre un 1 y 1,5% y un paquete fiscal que pudiera ser no deseadamente estimulativo, porque, obviamente, no es el deseo de la Autoridad, sino que es sencillamente hacer frente a una coyuntura que es particular.

Respecto de ese tema, el señor Pablo García señala que lo que se tiene es que el sector construcción crece en el segundo trimestre 3 puntos más en doce meses que lo que se tenía anteriormente, lo que equivale a un 0,3% del PIB. Declara desconocer cuánto de ese crecimiento obedecería a un aporte público y cuánto sería la natural reconstrucción financiada por los privados, ya que no se cuenta con esa descomposición, pero de lo que sí se está cierto es que habrá una mayor demanda y una mayor oferta en el segundo trimestre. Agrega que para la proyección del año solo se considera un paquete fiscal que es de medio punto del PIB, y que corresponde al 2% constitucional, aproximadamente. Menciona también que una pregunta relevante es si se va a mencionar que ello está considerado en el IPoM si no hay anuncios al respecto. Sostiene que si no hay anuncio fiscal, lo prudente es considerar un escenario que solo incluya la Ley de Presupuesto, porque no se puede hacer un supuesto distinto. En cuanto al saldo fiscal, que en sí mismo es muy fluctuante, plantea que si el Fisco no se ha pronunciado acerca de cuál es el escenario estructural de las cuentas públicas, lo que se debiese decir es que el Banco supone que, tal como se ha medido en los últimos años, el balance estructural es de 0% y que la condicionante es la clave.

Por último, el señor Vicepresidente sugiere que, para efectos de evaluar escenarios de riesgo, se elabore un escenario en que haya un impulso fiscal mayor que el que está contemplado en la actualidad. Al respecto, el señor Pablo García explica que se partió con un escenario más estimulativo que el que se tenía el día martes 16, que consideraba un impulso fiscal de 2,5 puntos del PIB, escenario que luego fue corregido a la baja, suponiendo que es medio punto del PIB por año.

No habiendo más comentarios, el señor Presidente da por finalizada la sesión de la mañana.

Siendo las 16:00 horas, y antes de reanudar la Sesión de Política Monetaria N° 151, el Presidente, señor José De Gregorio, da la bienvenida al nuevo Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín, y a su asesor, a quienes les expresa sus deseos de éxito en su gestión y la disposición de la Institución para trabajar juntos en adelante.



El señor Ministro de Hacienda agradece las palabras del señor José De Gregorio y señala que para él constituye un agrado estar en el Banco Central de Chile y un gusto poder participar en esta Reunión de Política Monetaria. Disculpa su ausencia durante la sesión de la mañana, la que se debió a un llamado de S.E. el Presidente de la República, que le impidió participar de los análisis expuestos.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Estudios, señor Pablo García, para que presente las Opciones de Política Monetaria para la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios señala que en su Reunión de Política Monetaria de febrero, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y que consideró, además, que el entorno macroeconómico y sus implicancias de política monetaria eran congruentes con una TPM que se mantendría en el nivel mínimo de 0,50%, al menos hasta el segundo trimestre del presente año.

El señor Pablo García indica que desde dicha Reunión, el principal antecedente ha sido el terremoto que afectó a una parte significativa del país el 27 de febrero pasado. Desde el punto de vista de las otras noticias coyunturales habituales, hace presente que en el ámbito externo se ha observado que la volatilidad financiera se ha aplacado, especialmente luego de los anuncios de ajuste fiscal y el respaldo de la Comunidad Europea a Grecia. Agrega que el precio de los *commodities* se ha recuperado, que el dólar ha perdido valor respecto de monedas de países emergentes y que las perspectivas de crecimiento global se han mantenido estables y no parecen haberse visto afectadas de forma significativa por la volatilidad reciente.

A nivel local, y previo al terremoto, menciona que se constataba un repunte de la actividad y de la demanda, que seguía estando por encima de previsiones anteriores, lo que junto con las cifras del cierre de Cuentas Nacionales para el año 2009, daba cuenta de un tono más robusto para el gasto y el PIB. Añade que la inflación subyacente de febrero mostró registros mayores que los previstos y que algunos indicadores, como la Encuesta de Operadores Financieros, sugerían un inicio del proceso de retiro del estímulo monetario algo más pronto que lo previsto en meses anteriores.

Para resumir, el señor García hace presente que los antecedentes coyunturales anteriores al terremoto parecían indicar un entorno de menores holguras y, por tanto, menores riesgos de que el escenario de inflación reducida se fuera a mantener por un tiempo más prolongado que el previsto.

El Gerente de División Estudios informa a continuación que el terremoto ha afectado, indudablemente, el panorama macroeconómico y que, por tanto, incide en el diagnóstico de política monetaria que se desee realizar. Indica que ha pasado muy poco tiempo desde esta catástrofe, por lo que no es posible contar con antecedentes concretos que permitan evaluar sus alcances con precisión, lo que implica que, a estas alturas, el diagnóstico sea de por sí tentativo y especulativo. En este contexto, señala que es posible mencionar las siguientes consideraciones: en primer término, que el terremoto constituye eminentemente un *shock* de oferta agregada, especificando que, en el corto plazo, la destrucción de instalaciones e infraestructura y la disrupción de la distribución y la actividad comercial han constreñido la capacidad de producción de la economía y que, a plazos más largos, los efectos más disruptivos inmediatos se irían disipando, tanto por los esfuerzos de reorganización y sustitución productiva como por el inicio del proceso de reconstrucción. No obstante, anticipa que la caída del *stock* de capital productivo debería tener efectos más duraderos, pues su reposición no puede ser inmediata.



El señor Pablo García plantea que, al mismo tiempo, la caída en la riqueza y las mismas dificultades provocadas por el contexto inmediato del terremoto para concretar decisiones de gasto acotan la demanda, y que la materialización del esfuerzo de reconstrucción implica también postergar o sustituir decisiones de gasto, las que son reemplazadas por iniciativas más urgentes.

En opinión del señor García, el esfuerzo de reconstrucción debería tener un componente autónomo, fundamentalmente privado, facilitado por el hecho que, en el margen, la rentabilidad de los proyectos de reconstrucción es de por sí elevada, y porque una parte de las pérdidas de capital estaban cubiertas por seguros. Agrega que este también debería tener un componente público, necesario para reconstruir la red de servicios públicos seriamente dañada por el sismo y para apoyar a aquellos segmentos más vulnerables de la población. Indica que la magnitud que tome este esfuerzo de reconstrucción público/privado, su temporalidad a lo largo de los próximos años, así como la manera como se financien, son todas consideraciones de primer orden en sus efectos sobre el contexto macroeconómico.

A continuación, el señor Pablo García menciona que será necesario alterar la redacción al editar la Minuta que se entregará antes del próximo *Informe de Política Monetaria* (IPoM), en lo que se refiere a los siguientes temas que se están discutiendo. En primer lugar, plantea que frente a la incertidumbre asociada a los puntos anteriores, disponer a estas alturas de un diagnóstico afinado respecto de las implicancias de política monetaria es imposible. Sin embargo, expresa que para efectos de la elaboración del IPoM de marzo, ha sido necesario comenzar a delinear escenarios macroeconómicos, en el que el punto de partida ha sido la elaboración de un escenario macroeconómico contrafactual, que solo considera la revisión de cifras de Cuentas Nacionales para el 2009, así como los antecedentes coyunturales pre terremoto. Estos antecedentes, explica, llevaban a proyectar un crecimiento de la actividad para este año del orden de 6%, esto es, de un punto más que en el IPoM de diciembre, una inflación promedio para el 2010 en torno a 2%, también un punto más que en diciembre, y, luego, una normalización más agresiva de la TPM, hasta 50 puntos base por sobre lo previsto con anterioridad para el cuarto trimestre de este año. Dadas estas consideraciones, indica que no puede descartarse que, en ausencia del terremoto, en esta RPM se estuviese planteando como una opción la comunicación de que el inicio del retiro del estímulo monetario se adelantaría. Agrega que, tal como se mencionó, las expectativas privadas se habían estado desplazando cualitativamente en ese sentido.

En segundo lugar, el señor García plantea que el terremoto ha afectado el panorama en una multiplicidad de direcciones. Señala que si se considera, por un lado, que el efecto de la menor capacidad productiva por la destrucción de capital predomina en la dinámica macroeconómica, entonces el nuevo escenario es más inflacionario y puede requerir una normalización más rápida de la política monetaria, y que si, por otro lado, se toma en cuenta que la disrupción en las decisiones de demanda y la caída en el consumo para acomodar un mayor ahorro son relevantes, entonces las brechas podrían incluso haberse ampliado. Hace ver que estas dudas hacen difícil evaluar la magnitud y persistencia de la esperable mayor inflación y menor actividad para marzo, y que a ello se agrega la imposibilidad de una lectura estadística precisa de dichos fenómenos, asociada a las disrupciones que el terremoto produjo en la capacidad institucional de recolectar información detallada en la zona de la catástrofe. Hace presente que a lo anterior se agrega también el ya mencionado aspecto vinculado a la magnitud, temporalidad y forma de financiamiento del esfuerzo de reconstrucción pública y privada, aspectos que son claves para poder delinear el panorama macroeconómico de mediano plazo.



En tercer término, el señor Pablo García informa que el mercado ha tendido a interpretar los efectos del terremoto como sugerentes de una mayor inflación hacia fines de este año y mediados del próximo, pero centrada en la meta en el horizonte de política; de menor actividad este año, pero con un rebote compensatorio el próximo; y una trayectoria de política monetaria más laxa que la prevista hacia fines de febrero. Agrega que el tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo han tenido fluctuaciones significativas, junto con los cambios en las expectativas privadas sobre la forma de financiamiento del esfuerzo de reconstrucción.

El señor García indica que, dados los grados de incertidumbre mencionados, la opción más plausible en esta ocasión parece ser mantener el mensaje de política monetaria de los comunicados recientes, en cuanto a que la TPM se mantendría en su nivel mínimo al menos hasta el segundo trimestre. Especial mención hace a que cualquier cambio relevante en este diagnóstico podría ser interpretado como que el Banco Central tiene más certezas o información de las que efectivamente existen sobre las implicancias del terremoto sobre la política monetaria. Por lo mismo, sugiere que la forma y los contenidos del comunicado deberían enfatizar los elevados grados de incertidumbre actuales, así como la centralidad que tiene el terremoto en formar el encuadre macroeconómico de mediano plazo. En su opinión, ello puede destacarse, señalando que estos aspectos se discutirán con mayor detalle en el IPoM de marzo, aunque la incertidumbre no se haya despejado mayormente.

El señor Presidente agradece la exposición del señor Pablo García y, a continuación, le ofrece la palabra al Gerente de Investigación Económica, señor Luis Felipe Céspedes.

El Gerente aludido menciona algunos elementos que le parecen relevantes en la decisión de la presente Reunión y que estarán presentes en decisiones futuras. El primero de ellos se refiere al papel que jugarán las expectativas de inflación en el actual escenario. Señala que, dados los nuevos antecedentes respecto de la dinámica inflacionaria previa al terremoto, el escenario marzo* y los potenciales efectos sobre la inflación de este mes, mantener la credibilidad del objetivo inflacionario será particularmente clave para reducir los riesgos de una mayor inercia inflacionaria en el futuro.

A juicio del señor Luis Felipe Céspedes, otro elemento clave en el proceso será la recuperación de la capacidad productiva, ya sea por una recuperación en la tasa de utilización del capital existente como por el proceso de recomposición del stock de capital perdido. Al respecto, indica que este proceso jugará un papel importante en la determinación de futuras brechas de producto y, por lo tanto, en la evolución de las expectativas de inflación.

El señor Céspedes plantea que los antecedentes actuales apuntan a que las expectativas de inflación en el horizonte relevante se han mantenido firmemente ancladas en torno al objetivo inflacionario, pero que las expectativas inflacionarias de más corto plazo han subido. Indica que esto, sumado a las expectativas de mantención o incluso reducción en la trayectoria de corto plazo de la TPM, ha aumentado el impulso monetario real en el corto plazo. En su opinión, lo anterior, sumado al hecho que en el escenario post RPM de febrero y pre terremoto era un escenario de cierre más rápido de brechas, debe llevar a un estricto monitoreo de las expectativas de inflación dentro e incluso más allá del horizonte de política. Ahora bien, declara que, reconociendo el hecho que el impacto básico del terremoto apunta a mayores presiones inflacionarias en el corto plazo, existen otros elementos que pueden mitigar esas presiones. Agrega que, dada la cercanía, los costos económicos asociados al terremoto y, en particular, la repercusión de este sobre la economía, son aún aproximaciones.



El Gerente de Investigación Económica hace notar que lo anterior se traduce en un incremento en la incertidumbre que puede desencadenar una serie de canales contractivos sobre la demanda agregada. Menciona que una mayor incertidumbre tiende a endurecer las condiciones del crédito y, de esta forma, reduce la demanda agregada, lo que puede ser particularmente problemático en un escenario que requiere una recomposición del *stock* de capital perdido. Manifiesta que la importancia y persistencia de este efecto dependerá de la rapidez con la que se vayan resolviendo dichas incertidumbres.

Por otra parte, indica que el mayor impulso macroeconómico en el corto plazo puede ser contrarrestado por los efectos en las tasas largas de las expectativas, respecto a la magnitud y forma de financiamiento de los costos asociados al terremoto.

En resumen, señala que el conjunto de antecedentes con que se cuenta en esta RPM apuntan, en su opinión, a actuar con cautela, en línea con lo sugerido en la Minuta de Opciones.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, quien hace presente que si se revisan las noticias desde la última RPM, lo más importante, además del terremoto, es un escenario internacional relativamente parecido al anterior. Por otro lado, agrega que se tiene como noticia la corrección de las cifras de Cuentas Nacionales, que si no hubiera sido por el terremoto, habrían arrojado un punto más de inflación para el 2010.

El señor de Ramón indica, asimismo, que se sabe que habrá un alza transitoria de la inflación por un *shock* de oferta derivado del terremoto y que, tomando información preliminar y de mercado, se calcula un 0,5% de mayor inflación, aunque transitoria. Añade que el balance fiscal, que es más negativo que el contemplado para el 2009, más el esfuerzo de reconstrucción, van a imprimir presión a la inflación, la que dependerá, a su vez, del menor consumo privado. Plantea que si este último es muy significativo, menor será la presión de un mayor impulso fiscal sobre la inflación.

En cuanto al tipo de cambio, que también tiene efectos sobre la inflación, el Gerente de División aludido declara tener la impresión de que subirá más que bajará, pero que dado lo volátil que es, prefiere no pronunciarse al respecto. A su juicio, hay que prestarle bastante atención, en particular porque se ha deteriorado la capacidad de exportación de las empresas y, por otro lado, porque a raíz de las mayores importaciones este debiera tener, en realidad, un piso y no un techo.

Por último, el señor Beltrán de Ramón hace presente que las brechas de capacidad, que, a su juicio, son un enigma, pueden ser al alza o a la baja, dependiendo de la reacción de la demanda. Indica que se sabe que por el lado de la oferta estas evidentemente se van a apretar, pero que por el lado de la demanda no se sabe cuál va a ser la respuesta privada. Señala que, intuitivamente, todas estas noticias dan un sesgo de inflación que va más al alza que a la baja, por lo que reitera lo expresado en la Reunión anterior, en el sentido que, en su opinión, hay que prestarle especial atención, tal vez no en esta Reunión, porque en esta se tiene demasiada incertidumbre y no es razonable innovar, sino que en las próximas reuniones, considerando la historia del 2007 y la alta indexación que tiene Chile.

El Presidente agradece los comentarios del Gerente de División Operaciones Financieras y, a continuación, concede la palabra al señor Ministro de Hacienda.



El Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín, señala que para todos es conocido que la economía acaba de sufrir un *shock* de oferta importante, sostenido, pero transitorio, como consecuencia del terremoto del 27 de febrero. En su opinión, este *shock* debería tener efectos en la actividad económica y también en la inflación, pero que, dada su naturaleza transitoria, estos efectos deberían ser de corto plazo y no deberían ser relevantes en un horizonte de política de 18 a 24 meses, con toda la incertidumbre que todavía se tiene al respecto. Para reforzar este punto, indica que, efectivamente, existe la preocupación de la caída en el *stock* de capital que afecte negativamente el nivel de producto, lo que aceleraría la tasa de inflación y afectaría en forma importante el producto potencial. Sin embargo, señala que si se da el caso similar al del año 1985, la duración del *shock* debería ser cercana a solo medio año, lo que permitiría retomar la senda de crecimiento y de inflación previas en unos pocos meses más.

El señor Larraín plantea que se podría esperar que la inflación se acelere en la medida que los precios de alimentos y otros bienes de primera necesidad aumenten en las regiones afectadas, pero que, sin embargo, se debe considerar que este fenómeno corresponde más bien a cambios puntuales y en precios relativos de corto plazo y que no debería considerarse afectando la inflación más allá de lo más inmediato.

Adicionalmente, sostiene que otro tipo de presiones, como las de los salarios, se han tendido a moderar significativamente y que el tipo de cambio, si bien ha mostrado volatilidad, por el momento no muestra cambios relevantes que indiquen presiones inflacionarias significativas. Al respecto, añade que el mercado podría interpretar presiones a la baja derivadas del retorno de los reaseguros del exterior y de los créditos o liquidación de remesas de recursos del Fondo de Estabilización Económica y Social para el proceso de reconstrucción.

Finalmente, manifiesta que, en opinión del Ministerio de Hacienda, las expectativas de inflación tienden a mantenerse alineadas más allá del corto plazo, por lo que concuerda con la recomendación en el sentido de mantener la tasa de interés en sus niveles actuales y de mantener también el tenor del comunicado en los términos en que se ha señalado.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la intervención del señor Felipe Larraín y, no habiendo más comentarios, da paso a la votación.

El Consejero señor Rodrigo Vergara agradece el trabajo preparado por el *staff* del Banco y señala concordar, en términos generales, con el análisis de la economía tanto nacional como internacional que se ha realizado y, en particular, con respecto a la evolución del entorno externo, donde los recientes eventos dan cuenta de una reducción de la incertidumbre en los mercados financieros y, en el margen, mejores perspectivas para la actividad económica global.

En el ámbito nacional, menciona que la gran novedad es, por cierto, el terremoto, que aumenta claramente la incertidumbre respecto de las variables relevantes a la hora de hacer un diagnóstico macroeconómico. Sobre el particular, señala que aún no existe la información suficiente que permita ser más específicos con respecto a los alcances que tendrá para la política monetaria, y que todo ello lleva a concluir que, por el momento, el diagnóstico es tentativo.



Aun así, y desde un punto de vista conceptual, manifiesta que el terremoto corresponde a un *shock* negativo al *stock* de capital, que restringe, en el corto plazo, la capacidad productiva, mencionando que en el largo plazo el esfuerzo de reconstrucción reduce este efecto. En su opinión, este *shock* negativo generaría mayores presiones sobre los precios, los que podrían ser contrarrestados por la menor demanda que, eventualmente, se produciría debido a la pérdida de riqueza. Indica que a ello se suman los efectos de un posible mayor gasto público, los efectos transitorios de oferta sobre los precios y otros. Sostiene que en el muy corto plazo, esto es, al menos en los primeros meses, lo esperable es una menor actividad y una mayor inflación.

El señor Rodrigo Vergara agrega que todo esto ocurrió en un escenario en el que el repunte del PIB y la demanda eran superiores a lo estimado originalmente, y lo mismo sucedía con la tendencia inflacionaria.

Por todo lo anterior, el señor Vergara concuerda con la sugerencia de enfatizar que hay mayores grados de incertidumbre en la actualidad y sobre la importancia de contar con una evaluación más precisa de los efectos a mediano plazo del terremoto, la que se irá obteniendo en el tiempo. En el intertanto, plantea que lo más prudente es mantener tanto las condiciones actuales como el mensaje en adelante en materia de política monetaria. No obstante, declara creer que se debe estar particularmente atento a si la futura evidencia cambia este panorama.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara vota por mantener la TPM en su nivel actual.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que el último mes ha estado marcado por tres eventos, pero que, sin duda, la noticia más importante ha sido el terremoto. En su opinión, las consecuencias macroeconómicas de esta catástrofe tienen tres grandes dimensiones: los efectos sobre la capacidad productiva; el impacto transitorio sobre la actividad y precios provocados por interrupciones en los canales de distribución y comunicaciones, que no necesariamente están asociados a la disminución de la capacidad productiva; y las implicancias de esta coyuntura sobre las decisiones de gasto e inversión, tanto públicas como privadas, en el corto y mediano plazo.

El señor Sebastián Claro indica que, cualitativamente, este evento y la combinación de respuestas más esperada sugiere alguna mayor presión inflacionaria a mediano plazo, más allá de los elementos de corto plazo que mencionó el Ministro de Hacienda, que comparte que son transitorios. Estima que, aunque hay que efectuar un análisis muy detallado, conceptualmente puede esperarse alguna mayor presión inflacionaria en el mediano plazo, salvo que la mayor incertidumbre o el efecto de las pérdidas patrimoniales sobre las decisiones de gasto e inversión de hogares y empresas sean significativos, lo que no puede descartarse. Sostiene que pasar del argumento cualitativo a una cuantificación sería la tarea más compleja hoy día, por lo que a estas alturas resulta prematuro dimensionar la magnitud de estos efectos. En consecuencia, sostiene que la decisión más prudente para el Banco debe ser esperar hasta recabar mayor información y hacer una evaluación más completa del impacto macroeconómico que pueda tener el terremoto.

El señor Claro menciona que una segunda noticia, que en muchas dimensiones se eclipsa por el terremoto, pero que también es de primer orden, es la confirmación de que la recuperación de la economía chilena venía mostrando un fuerte impulso desde fines del año pasado y comienzos de este, superior al que se estaba considerando en los escenarios originales. Plantea que la corrección de las cifras de actividad, así como las perspectivas de



inflación, sugieren que la política monetaria debería comenzar a moverse en una dirección menos expansiva en los próximos meses. Agrega que han comenzado a aparecer indicios de presiones inflacionarias tanto internas como externas y que se observa una nueva mejora en los volúmenes de crédito, lo que representa un tremendo desafío para la política monetaria en los próximos meses.

Por otra parte, hace notar que las noticias en el exterior confirman que la recuperación se ha ido acentuando y que las perspectivas inflacionarias han ido aumentando en coherencia con ello y con un menor apetito por la liquidez, en un contexto en el que los bancos centrales siguen manteniendo políticas monetarias altamente expansivas. Destaca que es llamativo que con perspectivas de crecimiento e inflación mayores se observe un retraso marginal en la trayectoria esperada de normalización de la política monetaria en estos países, lo que podría ser interpretado como una muestra de debilidad del sistema financiero en países desarrollados y una necesidad de mantener estímulos monetarios muy significativos para sostener la recuperación. En opinión del señor Claro, más temprano que tarde esta situación debiera ser resuelta, de manera que la salida de la crisis financiera internacional sea con estabilidad macroeconómica y que no se terminen acentuando los ciclos de actividad y precios, como lo demuestra el caso de China. Agrega que aunque muchos economistas ven con preocupación un ajuste monetario en dicho país, ello le parece lo más saludable, toda vez que continuar con una expansión crediticia a niveles históricos pone en serio riesgo su estabilidad macroeconómica. Subraya que un eventual retraso en la normalización de la política monetaria en algunos países del mundo representa un riesgo importante a seguir con cuidado.

Con todo, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que su voto es por mantener la TPM y seguir con el calendario de eliminación de la FLAP. Especial mención hace a que la coyuntura actual requiere de mucha cautela y que, por ahora, resulta conveniente acumular más información para determinar el momento y la velocidad con que se dé inicio al proceso de normalización de la política monetaria.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado, y señala que la principal noticia del último mes es el terremoto, acompañado de maremoto, que afectó a la zona centro-sur del país y que ha tenido consecuencias humanas y sociales muy lamentables, destacando que los efectos sobre la actividad y la inflación requerirán de un cuidadoso análisis.

Marcando algún contraste, indica que las noticias provenientes del frente externo han tenido un sello más bien positivo en las últimas semanas. Menciona que los sentimientos de mercado, que mostraron un deterioro el mes anterior, han vuelto a mejorar, lo que se refleja en expectativas de crecimiento para este año que se reafirman, en primas de riesgo que se vuelven a estrechar y en precios para las materias primas que muestran alzas. Asimismo, sostiene que más allá de las fluctuaciones en el estado de ánimo de los mercados, el escenario central para la economía global se mantiene, o incluso mejora levemente, por lo menos desde la perspectiva de la economía nacional. Con todo, estima que los riesgos siguen siendo altos, que los mercados saben de ello y siguen siendo sensibles a las noticias que ponen de relieve los problemas estructurales asociados a la crisis, como ha ocurrido con las informaciones provenientes de Grecia, que este mismo día experimentaron un giro negativo.

El señor Enrique Marshall indica que en el frente interno, el terremoto encontró a la economía en un proceso de clara recuperación, con tasas de crecimiento incluso más altas que las anticipadas; que en ese cuadro se destacaba la vigorosa expansión de la demanda interna; y que en materia de inflación, las cifras se mantenían bajas, pero surgían señales de una normalización más rápida que la prevista con antelación. Menciona que el panorama ha



cambiado con el terremoto y reconoce que sus efectos y alcances son todavía difíciles de dimensionar con precisión.

En opinión del señor Marshall, la primera reacción de los mercados financieros ha sido moderada. Plantea que el tipo de cambio se apreció por expectativas de ajustes en la política fiscal y que las tasas de interés de largo plazo, por su parte, experimentaron alzas, anticipando el mayor esfuerzo de inversión que se requerirá en el mediano plazo. Agrega que lo más probable es que los registros de actividad e inflación se vean seriamente afectados durante dos o tres meses, como resultado de las disrupciones en la producción y la distribución, efectos que, sin embargo, deberían ser fundamentalmente transitorios.

Sobre las trayectorias de mediano plazo, que son las relevantes para la conducción de la política monetaria, el señor Enrique Marshall manifiesta que la incertidumbre es alta y que no se despejará en el corto plazo, y que lo más probable, en todo caso, es que los efectos sobre el crecimiento y la inflación resulten finalmente acotados.

El señor Consejero señala que son tres los elementos que serán decisivos para perfilar el escenario en adelante: la definición que se adopte en materia de política fiscal, la evolución de la demanda privada y el comportamiento del sistema financiero, todo ello en el contexto post terremoto. Indica que, de acuerdo a lo anunciado, la política fiscal sufrirá ajustes, pero que es necesario conocer los detalles antes de evaluar el impacto macro que ello tendría. Agrega que la demanda privada mostraba una rápida recuperación hasta febrero y que es posible que el terremoto, por razones de confianza, expectativas o por efecto riqueza genere cierta contención del gasto privado y, por tanto, que reste dinamismo a la actividad por algún tiempo, siendo extremadamente difícil anticipar la magnitud o la duración de un efecto de esta naturaleza. A juicio del señor Marshall, la reacción del sistema financiero también será clave. Al respecto, hace presente que la información disponible hasta la última RPM mostraba una creciente normalización de las condiciones financieras y un leve repunte del crédito, pero que el terremoto ha generado un aumento, por lo menos transitorio, en la percepción de riesgo, particularmente en las zonas más afectadas. En este contexto, indica que es perfectamente posible que el proceso de normalización aludido pierda fuerza o, incluso, se detenga por algún tiempo. Si ello ocurre, plantea que la política monetaria podría contar con holguras que no estaban contempladas con anterioridad.

Los efectos de un aumento en la percepción del riesgo de crédito, prosigue, podrían verse potenciados por la incertidumbre que de por sí genera el cambio en el sistema de provisiones de cartera que se implementará este año. Agrega que el mercado comparte la visión de que los efectos sobre la actividad y la inflación serán finalmente acotados, lo que se desprende con claridad de la última encuesta de expectativas que fue realizada con posterioridad al terremoto.

En este cuadro, el señor Enrique Marshall hace notar que un punto que parece despejarse es el relativo a la evolución de las remuneraciones. Menciona que las nuevas cifras publicadas por el INE muestran tasas de variación bastante más bajas que las reportadas con anterioridad y, por lo tanto, mucho más coherentes con las tendencias del mercado laboral y con el escenario macro en general.

Añade que la curva de expectativas para la TPM ha reaccionado, sugiriendo algún retraso en el inicio del proceso de normalización de la política monetaria, y menciona que varios analistas de mercado han hecho comentarios en la misma línea.



En suma, el señor Marshall señala que el terremoto modifica el panorama y que aún se tiene mucha incertidumbre sobre sus efectos y alcances más precisos. Por ello, estima que lo más prudente, por el momento, es no innovar en materia de política monetaria, destacando que el espacio necesario para proceder en tal sentido existe y que debe ser aprovechado. En su opinión, introducir cambios en un contexto como el actual sería muy desorientador para el mercado.

Sin perjuicio de lo anterior, hace ver la necesidad de monitorear atentamente la trayectoria de la actividad y de la inflación en los meses siguientes. En esa perspectiva, indica que no se puede descartar que la orientación general de la política deba ser ajustada a la luz de los antecedentes que se vayan conociendo.

En virtud de lo señalado, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por mantener la TPM en su actual nivel de 0,5%.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, agradece, como siempre, el análisis del *staff* y declara que en esta oportunidad hace suyo no solo el punto 2 tradicional de la Minuta de Opciones, sino que dicho documento en su totalidad, con sus matices y cautelas, para no reiterarlas.

El señor Manuel Marfán señala coincidir con que, hasta ahora, el terremoto y las inundaciones constituyen un *shock* de oferta. Agrega que aun con todas las prevenciones que incorpora la Minuta de Opciones, los efectos sobre la oferta pueden ser evaluados al interior de un rango razonable, aunque de una manera más bien juiciosa que bien informada. Indica que, en su opinión, las consecuencias futuras sobre la demanda agregada son más difíciles de evaluar, especialmente porque los esfuerzos de reconstrucción y alivio aún no están evaluados. Menciona, además, que la velocidad de respuesta del sector privado es incierta y que todavía es prematuro para que las autoridades del Gobierno determinen las nuevas prioridades, la rapidez con que serán abordadas y las fuentes de su financiamiento.

El señor Marfán manifiesta que la política monetaria, en tanto instrumento de demanda agregada, se encuentra aún en un punto ciego y resulta inconveniente dar certezas cuando estas no existen. Por tanto, estima que el principal aporte del Banco Central en el corto plazo es analizar escenarios alternativos, con el propósito de evaluar combinaciones que sean macroeconómicamente consistentes. Así, con toda la incertidumbre que existe, considera que el escenario central que se ha ido delineando para el próximo IPoM tiene la virtud de la consistencia.

El mercado financiero, prosigue, ha seguido operando en este contexto. Añade que ha habido una pérdida bursátil relevante, ya que aun cuando el IPSA cayó solo en torno a 2% desde el terremoto, esa caída se ha producido en un contexto de mejoramiento de los índices bursátiles globales, en torno a 4 ó 5%, con lo que la pérdida accionaria nomenclal sería mayor. Asimismo, menciona que las operaciones *swap*, así como la encuesta a los operadores de mesas de dinero, reflejan expectativas de aumentos en la tasa de política monetaria postergadas respecto de la evaluación pre terremoto, y que las operaciones *swap*, que señalan la compensación inflacionaria, tampoco se han elevado.

El señor Manuel Marfán sostiene que el mercado no cuenta con información que el Banco Central no disponga, y viceversa. Plantea que un escenario donde la TPM en el corto plazo coincida con los precios financieros de corto plazo actuales, no generaría desviaciones de mediano plazo en la inflación respecto de la meta, y que con toda la incertidumbre que existe,



al menos es válido que en un escenario plausible, mantener la TPM en el corto plazo es macroeconómicamente consistente.

Por todo lo anterior, el señor Vicepresidente expresa que, aun cuando no es correcto usar persistentemente las expectativas de mercado para tomar decisiones sobre la TPM, vota por mantener la tasa en su nivel actual de 0,5%, acogiendo las sugerencias para el comunicado de los puntos 6 y 7 de la Minuta de Opciones.

Para concluir con la votación, el Presidente, señor José De Gregorio, indica que, previo al terremoto, la economía chilena estaba registrando un proceso de expansión algo por encima de lo que se tenía contemplado en el escenario base del IPoM de enero, por lo que de no haber sido por el impacto del terremoto, probablemente el proceso de alza de tasas de interés hubiera comenzado antes de lo previsto.

No obstante, afirma que las perspectivas económicas cambiaron significativamente con el terremoto. A su juicio, no obstante que en el par de meses después de la catástrofe se debería observar una caída importante en el nivel de actividad respecto de la trayectoria que traía en meses previos, los esfuerzos de reconstrucción deberían aumentar el crecimiento del segundo semestre. Menciona que aún no se dispone de una evaluación global del impacto sobre la actividad, pero que basados en la experiencia histórica, en las cuantificaciones preliminares de sus efectos, así como en las estimaciones del sector privado, es esperable que los efectos agregados no sean muy significativos, aunque sí hay diferencias en la composición de la expansión, así como en el *timing* de esta.

Por el lado inflacionario, el señor De Gregorio estima que es esperable al menos un primer mes con alguna sorpresa inflacionaria producto de las disrupciones causadas por el terremoto en el lado de la oferta, y que, en adelante, habrá fuerzas hacia una inflación contenida por el lado de la demanda, la que, a pesar de crecer, estará sesgada a bienes importados, adelantando que también habrá presiones inflacionarias por el lado de la oferta como consecuencia de la caída en el PIB potencial.

El señor Presidente concluye que el panorama es, por lo tanto, altamente incierto, agregando que una mayor claridad se debería tener mientras se afinan las estimaciones del próximo IPoM, aun cuando reconoce que persistirán todavía muchas dudas, debido a que no se pueden calibrar con exactitud las consecuencias de estos eventos, afortunadamente altamente inusuales.

El señor José De Gregorio manifiesta que lo anterior sugiere mucha cautela en las decisiones de política monetaria, mientras se recibe información que permita evaluar de mejor forma las tendencias post terremoto. No obstante, advierte que no se puede esperar que estas incertidumbres se despejen tempranamente, por lo que el Consejo se verá sometido a tomar decisiones con antecedentes incompletos en los meses siguientes. Plantea que mantener condiciones monetarias altamente expansivas parece ser la opción adecuada en esta Reunión, pero que, no obstante, es preciso asegurar que la recuperación sea sostenible, lo que debiera ocurrir en un contexto de estabilidad de precios, ya que, de otra forma, solo se estará alimentando un *boom* insostenible que podría terminar en un ajuste severo, ciertamente indeseable.

El señor Presidente destaca, a continuación, que un elemento importante después del terremoto fue la significativa caída del tipo de cambio ante las perspectivas de masivas entradas de capital, pero que, ciertamente, el aumento neto medido sobre el potencial impacto en la cuenta corriente es acotado. Además, indica que lo esperable es que en el largo



plazo el tipo de cambio real de equilibrio debiera estar más depreciado. Con todo, señala que se debe seguir con cuidado su evolución e impacto sobre la inflación y la actividad.

Finalmente, el señor José De Gregorio plantea que es necesario considerar el panorama internacional y sus implicancias sobre la economía chilena, mencionando que la recuperación continúa asentándose, aun cuando no está exenta de riesgos. Indica que, en primer lugar, el retiro de los estímulos monetarios está aún pendiente en el mundo y que el rebalanceo de los desequilibrios globales tampoco pareciera estar resuelto. Menciona que los recientes eventos en Grecia y en otras economías europeas podrían ser el preludio de ajustes en las condiciones financieras globales, en la medida que se revelen problemas fiscales en las economías industriales. A su juicio, todo lo anterior podría provocar importantes correcciones cambiarias, con consecuencias sobre el valor de nuestra moneda. Por último, hace presente que la economía china continúa sosteniendo el crecimiento mundial, pero con tensiones cambiarias y la potencial incubación de desequilibrios financieros producto de los elevados aumentos de los precios de las viviendas, por lo que habrá que seguir observando con atención los desarrollos de la economía global y su impacto sobre la recuperación en Chile.

Dado todo lo anterior, el señor Presidente señala que su voto es por mantener la TPM en 0,5%, decisión que es unánime.

151-01-100318 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual.

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 0,50% anual.

Previo al terremoto y al tsunami del 27 de febrero, el contexto local apuntaba a un escenario con menores holguras de capacidad y mayor dinamismo de la demanda y la actividad al que consideraba el último Informe de Política Monetaria. Esto se reafirmó con la publicación del cierre de Cuentas Nacionales para el año 2009. En febrero, el IPC tuvo un aumento acorde con las expectativas privadas y la inflación subyacente mostró registros mayores que en los meses previos. En el ámbito externo, la volatilidad en los mercados financieros se ha reducido, los precios de los productos básicos han tenido incrementos relevantes, y las perspectivas de recuperación de la actividad global para este año no se han alterado.

El terremoto y el tsunami tienen consecuencias macroeconómicas. Es esperable que los efectos disruptivos inmediatos de la catástrofe provoquen menores niveles de actividad y mayor inflación en el muy corto plazo. A mediano plazo, el escenario macroeconómico estará determinado por la evolución de la capacidad productiva y la magnitud, la temporalidad y la forma de financiamiento de los esfuerzos de reconstrucción. Una cuantificación de estos aspectos es aún prematura.



El Consejo considera que en las actuales circunstancias, marcadas especialmente por la incertidumbre asociada a los efectos de la catástrofe, mantener la TPM en su nivel mínimo de 0,50% hasta al menos el segundo trimestre de este año es coherente con que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:25 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe





BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 153 celebrada el 15 de abril de 2010

En Santiago de Chile, a 15 de abril de 2010, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, con la asistencia del Vicepresidente, don Manuel Marfán Lewis, y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asisten también los señores:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica Subrogante,
don Pablo Pincheira Brown;
Gerente de Estabilidad Financiera;
don Luis Opazo Roco;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Erika Arraño González;
Asesora de la Presidencia,
doña Mariana García Schmidt; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 153, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de octubre de 2010 para el día 14 de dicho mes.



Informa, asimismo, que el Ministro de Hacienda y su asesor no asistirán a la sesión de la mañana, pero que sí estarán presentes en la de la tarde.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, para que exponga la información sobre el escenario externo.

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición, señalando que en materia de actividad industrial global, la trayectoria de recuperación se ha sostenido en términos generales, manteniendo la pendiente positiva, y que se han registrado algunas cifras dispares en el margen, como es el caso de las caídas que se observan en Japón y en algunas economías de Europa emergente.

En cuanto al mercado laboral, indica que muestra leves signos de mejora en un conjunto amplio de economías. No obstante, reporta que la confianza de los consumidores, particularmente en Estados Unidos, se mantiene en niveles reducidos, no así en otras economías, como es el caso particular de República de Corea, donde está a niveles superiores a los registrados en el período pre crisis. Agrega que los PMI (*Purchasing Managers Index*), esto es, el indicador de actividad económica que refleja cómo los Gerentes de Compra de empresas están viendo la situación económica en adelante, mantienen una trayectoria de avance.

Refiriéndose al crecimiento, el señor Lehmann informa que las cifras dadas a conocer para el cuarto trimestre del año 2009 dan cuenta de cierta heterogeneidad en las componentes que lo explican, citando, por ejemplo, el caso de Estados Unidos, donde el componente de inversión, asociado fundamentalmente a un componente importante de inventarios, es el que está dando el dinamismo al crecimiento, mientras que el aporte de las exportaciones netas es bastante marginal. Comenta que el crecimiento en Japón, en tanto, está más bien asociado a exportaciones netas y que en la zona Euro, considerando el agregado, el aumento es marginal. Agrega que el crecimiento en los países europeos es heterogéneo, ya que en Alemania se observa algún componente positivo, no así en Italia, donde no se advierte una señal muy clara de crecimiento, por cuanto los componentes muestran señales dispares, lo mismo que en Francia, donde las exportaciones netas están restando dinamismo al crecimiento y es la inversión la que está explicando el crecimiento de esta economía en el último trimestre del año 2009.

En relación con Estados Unidos, informa que el NBER todavía no se ha pronunciado sobre la fecha en que podría haber terminado la recesión, pero que los indicadores de *Leamer*, que entregan con un alto grado de certeza el momento en que se declara el término de la recesión o el inicio de ella, muestran que las tres variables o indicadores que se analizan para tal efecto, esto es, la tasa de desempleo, el empleo no agrícola y la producción industrial, arrojan que el inicio oficial de la recesión en Estados Unidos fue en diciembre de 2007, cuando los tres indicadores mencionados cruzaron simultáneamente el umbral para la detección de episodios de recesión, según el algoritmo propuesto por *Leamer*. Precisa que en esa fecha, la tasa de desempleo subió por sobre dicho umbral, en tanto que el empleo no agrícola y la producción industrial cayeron por debajo del mismo. En cuanto al momento en que eventualmente habría terminado la recesión en esa economía, señala que sería cuando las tres variables vuelven a situarse simultáneamente por bajo del referido umbral en el caso del empleo no agrícola y la tasa de desempleo, o sobre este en el caso de producción industrial, destacando que ello ya habría acontecido. Destaca, asimismo, la fase de recuperación a partir del tercer trimestre de 2009, haciendo la salvedad que habría alguna divergencia al respecto,



pudiendo haber comenzado esta en mayo o junio de 2009. En cuanto a la opinión del NBER, informa que aún no se ha atrevido a dar una fecha con precisión, porque todavía hay cierta incertidumbre o revisiones pendientes de estas cifras, pero que, en todo caso, la fase de recuperación habría comenzado alrededor de esa fecha.

Sobre el particular, el señor Lehmann hace notar que la recuperación en Estados Unidos ha sido bastante moderada, ya que la tasa de desempleo y el empleo no agrícola muestran una baja que es bastante tenue y porque la producción industrial, si bien registra una recuperación algo más importante, es de una magnitud inferior a la caída registrada con ocasión de la crisis. Asimismo, y para contar con un diagnóstico algo más acabado respecto del empleo en Estados Unidos, particularmente sobre cuál ha sido su comportamiento en esta recesión, el señor Lehmann indica que una comparación entre el comportamiento del empleo no agrícola para distintas recesiones ocurridas desde el año 1948 hasta la reciente, de 2007, arroja que la recuperación de la componente empleo ha sido, en general, bastante rápida en esta recesión en particular, pero que el ciclo del empleo ha tenido un desempeño bastante más débil en comparación con otras recuperaciones registradas tras el término de las diferentes crisis.

El Consejero señor Sebastián Claro, refiriéndose a lo expresado por el señor Lehmann en cuanto a que la recuperación aún es moderada y que el mercado laboral muestra un desempeño más débil, consulta cómo se compatibiliza dicho comentario con su propia percepción de que la Reserva Federal se ha mostrado muy optimista en sus últimas declaraciones, no necesariamente con una implicancia directa sobre la política monetaria, y que el Presidente señor Bernanke ha sido bastante explícito en decir que los escenarios de riesgo ya han finalizado.

El señor Sergio Lehmann responde que lo que ha informado está en línea con lo que el señor Bernanke ha señalado recientemente, esto es, que la recuperación en Estados Unidos todavía es leve, y que ese ha sido el argumento que se ha dado básicamente para mantener aún las tasas de política monetaria en un nivel reducido durante un período prolongado. Agrega que, en su opinión, los mercados han tomado de manera más bien optimista algunas de estas cifras y que, de hecho, se ha podido observar un aumento importante en los mercados financieros. No obstante, aventuraría a decir que la recuperación por el lado del consumo podría presentar alguna incertidumbre, derivada fundamentalmente de la evolución aún moderada de la componente empleo, que es la que tiene mayor impacto sobre el consumo.

El señor Presidente pregunta cuánto va a crecer Estados Unidos este año, a lo cual el señor Lehmann responde que se espera una cifra que oscila entre 2,5 y 3%. El señor Presidente comenta que, entonces, en menos de un año se habría recuperado lo que se perdió el año pasado, acotando el señor Lehmann que ello sería efectivo, pero que la componente de consumo probablemente ha tenido una evolución más débil en comparación con otras recuperaciones.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, señala que la opinión de la FED y del mercado se refieren a lo que se pudo haber percibido hace unos meses atrás, pero que, en términos absolutos, las comparaciones históricas dan cuenta de un colapso de actividad sin precedentes desde la postguerra y que la brecha de producto continuará siendo de una magnitud significativa por varios años más.



El Gerente de Análisis Internacional continúa con su presentación, mencionando que en materia de inflación, los registros dan cuenta de ligeros aumentos en el margen en Europa emergente, América Latina y Estados Unidos, y que las encuestas muestran, en general, una convergencia gradual a las metas de inflación respectivas. Cita el caso de Japón, que es particular, donde, de acuerdo con las cifras de *Consensus Forecasts*, la inflación se mantendrá claramente por debajo de 0%, es decir, registrará deflación prácticamente durante todo el bienio 2010 -2011.

En cuanto a Estados Unidos, informa que el dato del IPC es muy parecido al PCE (*Personal Consumption Expenditure*) como un todo, siendo este último de alrededor de 3,5%, tal vez algo mayor que el primero. Agrega que el último registro de inflación que se dio a conocer hace algunos días es coherente con un aumento a niveles de 2,5% promedio hacia el segundo trimestre del presente año, que luego debería tender a converger gradualmente a 2%.

Sobre la inflación subyacente o *core*, reporta que se observan ligeras reducciones, en particular en Estados Unidos y en la zona Euro, en tanto que en algunas economías emergentes la situación no solo es algo más dispar, sino que los últimos registros dan cuenta también de algunas caídas. No obstante, informa que las expectativas para la inflación promedio anual en el año 2010 aumentan en la mayoría de las regiones y se mantienen estables para el año próximo.

Respecto de los premios por riesgos, el Gerente de Análisis Internacional menciona particularmente el caso de Grecia, donde han fluctuado, sin ceder demasiado, entre niveles de 300 a 350 puntos base y continúan muy volátiles por los anuncios de ayuda de parte de la Comunidad Económica Europea y por el ánimo de los mercados, que a veces están más optimistas y otras suelen estar más pesimistas. Hace notar que otras economías de Europa muestran una suerte de aislamiento de la situación de Grecia, como Irlanda, que se ha mantenido bastante estable, lo mismo que España, que ha presentado un movimiento reducido luego de su preocupación inicial, respecto de encontrarse ante eventuales situaciones parecidas a las que han presentado otros países de la periferia europea.

El señor Sergio Lehmann destaca luego que ha predominado un mejor ánimo en los mercados financieros, dando cuenta de un mayor aislamiento de los problemas de la economía griega. De hecho, indica que los mercados bursátiles muestran aumentos en América Latina, Europa emergente y Asia emergente, y aumentos tal vez algo más tenues en mercados desarrollados, pero evoluciones positivas en todo caso. Agrega que las volatilidades de los mercados también han tendido a caer y que el VIX se encuentra en niveles del promedio histórico, cercano a 17%, si se considera el promedio de los últimos 20 años.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, refiriéndose a los *spreads*, consulta si las cifras expuestas consideran las noticias recientes sobre el apoyo de la Comunidad Económica Europea a Grecia. El señor Lehmann responde afirmativamente, destacando que en las últimas horas hubo alguna preocupación al respecto, produciéndose un ligero aumento. El señor Pablo García complementa, señalando que los *spreads* registraron una caída con ocasión del anuncio del apoyo, pero que posteriormente volvieron a subir, cuando las autoridades griegas informaron que no iban a recurrir al Fondo Monetario Internacional. Comenta, asimismo, que el monto del aporte del Fondo no estaba claro en el anuncio inicial, que todavía no se había producido el desembolso y que si eventualmente recurrían a los recursos, efectivamente iba a haber un programa; no obstante, menciona que las autoridades griegas aparentemente están apostando a que el solo anuncio va a calmar los mercados.



El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, refiriéndose a las paridades cambiarias. Sobre el particular, informa que, en general, el dólar exhibe una depreciación más bien generalizada, con excepción del yen. Menciona que en el caso de este último, probablemente se esté frente a un retorno al *carry trade*, dado que Australia, en particular, ha estado subiendo la tasa, por lo que es posible, entonces, que estén efectuando operaciones *versus* yen, tomando posiciones en dólares australianos y originando una caída de la moneda japonesa. De hecho, indica que, en términos de expectativas, no se vislumbra una mayor acción de parte del Banco Central de Japón en los próximos 2 años, *versus* lo que se está observando en el caso de otras economías desarrolladas, donde sí se observa bastante más acción desde el punto de vista de la política monetaria.

A juicio del señor Lehmann, el yuan es otro de los elementos que ha estado generando ciertas especulaciones en los mercados, ya que, de acuerdo con la curva de futuros del yuan-dólar, se observa en lo más reciente que las expectativas del mercado se han ido moviendo hacia una eventual apreciación del yuan. Explica que si bien es bastante marginal, sería de alrededor de 5% de aquí a 12 meses, a pesar de la menor acumulación de reservas internacionales de China, que da cuenta particularmente de un aumento de las importaciones algo más acelerado que el de las exportaciones. Agrega que ello ocurre, además, en un contexto dado a conocer esta mañana en cuanto a que el crecimiento de China para el primer trimestre fue de 11,6%, el más alto en los últimos tres años, y que explica la necesidad de las autoridades chinas de ir retirando parte del impulso que han estado aplicando durante los últimos dos años.

En cuanto a la variación de paridades, el señor Sergio Lehmann informa que se observa un fortalecimiento general de las monedas respecto del dólar. Comenta que los aumentos de CDS se concentran en Europa, en especial en Grecia, en coherencia con la incertidumbre respecto del comunicado de parte de la Comunidad Económica Europea y la consiguiente reacción del mercado.

El Gerente de Análisis Internacional, haciendo mención a las tasas de interés, informa que se observa un aumento en las de largo plazo en Estados Unidos, debido al informe de empleo y subastas de bonos del Tesoro con baja demanda, y que en la zona Euro las tasas largas muestran bastante estabilidad.

Respecto de los contratos futuros y las expectativas de *Fed Funds*, el señor Lehmann señala que al menos para Estados Unidos, no habría aumento sino hasta finales del año 2010, en coherencia, de hecho, con lo que el Presidente Bernanke declaró horas antes. En el caso de la Zona Euro, advierte que el cálculo es algo más engañoso, porque predominan básicamente las operaciones *forward* para la EONIA, la que, se sabe, ha estado sistemáticamente por debajo de la tasa de política monetaria de 1%. Al respecto, hace presente que la Gerencia a su cargo está considerando que una vez que la EONIA sobrepase el 1%, recién entonces empezará a actuar o a ajustarse la política monetaria, lo cual ocurriría recién en el primer o segundo trimestre del año 2011. En el caso de Japón, agrega que la situación se ve bastante plana, en coherencia con lo planteado precedentemente y en coherencia también con la evolución que ha tenido el precio del yen.

El señor Presidente consulta si Estados Unidos comenzaría a subir la tasa a mediados de año. El señor Lehmann responde que se estima que lo hará más bien hacia el último trimestre de este año y que, respecto de la última RPM, el alza se ha postergado nuevamente, en coherencia con los dichos de la FED de que mantendría las tasas bajas durante un período prolongado.



El Gerente de Análisis Internacional, refiriéndose brevemente a los movimientos en las tasas de política monetaria, indica que los primeros se producirían en el segundo semestre del presente año.

Para finalizar, el señor Sergio Lehmann informa sobre el aumento en los precios de los *commodities*, en particular el de los metales, que ascendió a 7%, y el del cobre, que fue de 6%, muy en línea con lo que ha ocurrido con el resto de los metales. Señala que los precios de la energía también han aumentado, pero de forma algo más moderada, y que el precio del petróleo ha subido 3%. Agrega que granos y cereales se han mantenido relativamente estables y que, incluso, en el margen muestra una ligera caída. Desde una perspectiva algo más extensa, específicamente desde enero del 2009, destaca el aumento importante registrado por el precio del cobre, en línea con lo que ha estado ocurriendo con otros metales, pero sí con un índice algo más alto que el resto de ellos, mientras que granos y cereales, así como el oro, exhiben una dinámica más moderada.

El señor Presidente agradece la presentación del señor Lehmann y no habiendo comentarios, concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, para que presente el escenario interno.

El señor Claudio Soto comienza su presentación, mencionando que el dato del Imacec de febrero sorprendió a la baja, tanto al Banco como al mercado, afectado por las consecuencias del terremoto y porque los nuevos antecedentes disponibles desde el cierre del IPoM indican que el impacto negativo de la catástrofe se ha reflejado en las cifras preliminares de actividad. Al respecto, informa que se ha seguido la evolución diaria del consumo energético, observándose una recuperación, no así los despachos de cemento, que muestran una importante caída, lo mismo que las exportaciones industriales. Informa, asimismo, que la semana previa a la presente Reunión, se conocieron las expectativas del IMCE, que si bien se ajustaron a la baja, debe considerarse que ese resultado corresponde a la situación actual de la empresa. Añade que las expectativas a seis meses, en tanto, todavía están en terreno optimista. Hace notar especialmente que la percepción respecto de los inventarios se ajustó bastante a la baja, como consecuencia de una pérdida o destrucción de stock, lo que constituye una desarticulación del flujo. En resumen, comenta que la situación descrita indicaría una mayor recuperación más adelante, que coincide, de alguna manera, con el escenario del último IPoM.

El señor Soto menciona a continuación que las perspectivas de los consumidores registran un ajuste a la baja, pero que a doce meses, si bien muestran un ajuste en la misma dirección, se mantienen en niveles bastante optimistas. Al respecto, señala que la pregunta sobre cuál es la percepción respecto de las condiciones para la compra de viviendas o artículos para el hogar arrojó una fuerte caída luego del terremoto. Hace presente que estos resultados corresponden a una encuesta realizada durante la segunda quincena de marzo, que en esta oportunidad incluyó algunas preguntas específicas sobre el terremoto, lo que no es habitual. Informa que se consultó cuál era la percepción del efecto de esta catástrofe en cuatro áreas y que los resultados indican, en general, que la percepción respecto de la situación del país es bastante más pesimista, ya que el 66% de los encuestados manifestó que el efecto del terremoto va a ser negativo; el 43% que la situación familiar va a ser negativa; y en cuanto al empleo, que la visión es más bien positiva en adelante, ya que poco menos del 60% de los encuestados estima que el terremoto constituye un impacto positivo para esta variable. Sobre el crecimiento del país, en tanto, informa que hay una fracción relevante de la población que considera que la catástrofe va a tener un impacto positivo.



El Gerente de Análisis Macroeconómico, refiriéndose a las importaciones, hace notar que los datos de marzo dieron cuenta de un fuerte aumento de las mismas, tal como lo había anticipado esa Gerencia. Añade que estas registraron un aumento significativo por mayor inversión y también por sustitución de producción doméstica, lo que quedó claramente reflejado, por ejemplo, en el caso de las importaciones de bienes de consumo, que están muy por sobre el patrón habitual promedio para marzo.

El señor Presidente llama la atención sobre el *peak* que registraron las importaciones durante la tercera semana de marzo, ya que luego experimentaron una brusca caída. El señor Claudio Soto comenta que dada la volatilidad habitual, probablemente se observe un nuevo repunte en abril, en línea con lo que la Gerencia ha diagnosticado de alguna manera.

El señor Soto prosigue, señalando que el escenario de proyección contempla una fuerte caída de la actividad en marzo y una recuperación hacia junio. Agrega que la trayectoria para el Imacec de marzo da cuenta de una caída de -1% y que los antecedentes de la Encuesta de Expectativas Económicas anticipan una caída de 1,2% para ese mes. Informa, asimismo, que se han llevado a cabo una serie de estimaciones con modelos que utilizan las respuestas al IMCE y los datos de exportaciones industriales y de consumo energético de marzo como regresores, para evaluar el efecto que podría haber tenido el terremoto en ese mes, las que han arrojado un crecimiento real anual del orden de 0,8% para marzo, mientras que otras estimaciones dan un mayor crecimiento aún para entonces, de 3,4%. Agrega que si se analizan las ramas industriales, rama por rama, y se consideran escenarios más bien pesimistas también rama por rama, considerando los sectores que se han visto más afectados, se podría terminar con un escenario de crecimiento para marzo de -1,9%.

Por otro lado, el señor Claudio Soto hace presente que la incertidumbre respecto del Imacec de marzo está claramente capturada en la Encuesta de Expectativas Económicas de abril, que da cuenta de cómo ha aumentado la dispersión de las respuestas respecto de aquellas que arrojaron las encuestas de febrero y marzo, e indica que el ICP está en -1,0 y la mediana, en -1,2.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala a continuación que con los antecedentes de febrero se ha afinado un poco el detalle sectorial de las proyecciones y que viendo la apertura por sectores, se observa que no se está cambiando la proyección respecto de lo que se tenía en el IPoM, ya que el paso de 2,0 a 1,9% obedece más bien a ajustes de las centésimas. Explica que estos resultados se construyen, en el fondo, con un escenario en el que se está castigando bastante la trayectoria de pesca, que es donde la industria precisamente se está ajustando a la baja de manera importante, y donde construcción se ve un poco al alza, aun cuando ya está estaba castigada en marzo, cuando ya había ocurrido el terremoto. Recuerda que 3% fue el primer número considerado en las primeras proyecciones y que el 2% fue con el que se cerró el IPoM una vez que se conoció el dato del Imacec de febrero. Sostiene que, en el fondo, esta proyección de alguna manera hace el encuadre por el lado de la oferta con el dato considerado en febrero.

Continúa manifestando que no hay grandes cambios respecto de la trayectoria de la demanda interna, ya que, en general, el terremoto se va a ver reflejado en algo de menor demanda interna, pero también en algo de menores exportaciones, las que se están viendo limitadas por problemas de oferta.



En cuanto al perfil de velocidades, el señor Claudio Soto señala que en el escenario está implícita una velocidad sin terremoto de 6% y que parte de la caída se estaría recuperando hacia el segundo semestre de este año.

El señor Soto destaca luego que un antecedente adicional que se conoció dos días atrás dice relación con el gasto público para este año, que sería 3,3% mayor como consecuencia del arrastre del gasto público del año pasado. Aclara que este mayor gasto no fue considerado en el IPoM y que esa Gerencia cargo tiene aún un elevado grado de incertidumbre respecto del mismo, ya que si bien se sabe que habitualmente hay un cargo por concepto de gasto público de un año para otro, se desconoce si este 3,3% se considerará un *carryover* hacia el año 2011. Señala que si ello no fuese así y, por el contrario, se contempla gastarlo completamente este año, implicaría un aumento del crecimiento real del gasto respecto de la Ley de Presupuestos de 5,5%. Agrega que el déficit estructural coherente con este 5,5%, que es lo que anunció públicamente el Ministerio de Hacienda hace un par de días, es de -1,2%, que no consideraba el paquete de reconstrucción, y que si se consideran los US\$800 millones de deuda de ese paquete para este año, se llega a un déficit estructural de -1,7% en la medición del Ministerio de Hacienda. Plantea que si se considera, además, el ajuste en el tamaño de la brecha, se podría llegar a un déficit estructural de -2,7%.

El Consejero señor Enrique Marshall solicita se explique cómo se incorpora el referido paquete fiscal.

El señor Pablo García indica que el paquete implícito en el IPoM, como supuesto de trabajo para este año, ascendía, en términos gruesos, a US\$1.500 millones, de los cuales US\$700 millones ya estaban financiados vía reasignación, por lo que el neto era de US\$800 millones adicionales de gasto. Informa que cuando el Ministerio de Hacienda entregó esta cifra de 3,3% de mayor gasto de arrastre, ello llevó a un crecimiento de 5,5% para este año, bajo el supuesto de que no hay ningún arrastre de este año al próximo, lo que, a su vez, lleva a un déficit estructural de 1,2%. A eso, se suma luego el supuesto del programa fiscal de reconstrucción y por eso se llega al 1,7% de déficit estructural.

El señor Enrique Marshall comenta que el diario El Mercurio dio cuenta esta mañana de algo distinto, mencionando los PPM del año pasado, a lo cual el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, indica que eso tiene que ver con la cifra de déficit efectivo y superávit efectivo.

El señor Claudio Soto explica que el supuesto de Hacienda en la contabilidad del déficit del año pasado, consistió en que las bajas transitorias de impuestos no correspondían a una caída de los ingresos estructurales. Agrega que eso no afecta mucho la contabilidad del ingreso estructural de este año, en el sentido que se devuelven los impuestos este año y que ello es más bien para la contabilización de cuánto fue la brecha estructural del año pasado.

El Consejero señor Rodrigo Vergara señala haber entendido que las bajas transitorias había que sacarlas, lo que es correcto, y que eso se recuperaba este año. Añade que si se postergan los impuestos, se tendrá menos recaudación este año y más el próximo, pero que en ambos casos va a haber una distorsión.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, comenta que eso ocurre todos los años, ya que es parte del sistema de recaudación de impuestos, replicando el señor Vergara que el año pasado hubo una política específica de postergación de pagos, esto es, la baja de los PPM transitoria. El señor Marfán agrega que ello no debiera afectar los ingresos estructurales, ya que



el PPM solo es un pago adelantado de impuestos, por lo que si se ajusta a la baja, la operación renta siguiente se compensa totalmente.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que, a su entender, el *bottom line* de la discusión es que el presupuesto para este año, aprobado en septiembre del año pasado, se aprobó con un superávit estructural de cero y que dado este *carry over* de gasto, iba a ser -1,2%. Comenta que si sobre eso hay un paquete fiscal y un ajuste de brecha de producto, entonces el déficit estructural es de 2,7% y que el efecto de este *carry over de gastos* oscila entre 0 y -1,2%. El señor Pablo García confirma que ello es exactamente así, agregando que si no hubiera *carry over*, el déficit estructural sería inferior.

El señor Rodrigo Vergara solicita se le detalle qué es exactamente el *carry over*. El señor Soto responde que los tres ítems más importantes son los mayores reajustes en el sector público, que se acordaron después de aprobada la Ley de Presupuestos y que se están considerando como mayor gasto para este año; una serie de partidas de proyectos de inversión del MOP que venían del año pasado y que se trasladan para este; y, además, el mayor pago de intereses por la deuda externa.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, manifiesta tener la impresión que no hay que enredarse demasiado en esta discusión. Señala que si se pensara que el terremoto cambió estructuralmente la economía, también se debieran ajustar a la baja los ingresos tributarios permanentes por el efecto del mismo.

Al respecto, estima, en primer término, que la regla de superávit estructural es válida para poder fijar la Ley de Presupuestos y que cualquier cambio metodológico que se introduzca debiera afectar a las leyes de presupuestos posteriores. En su opinión, si en la Ley de Presupuestos del año pasado se fijó el gasto con buena fe y, por lo tanto, los ingresos estructurales que se consideraron para efectos de la ley son algo más de \$23 billones, eso es lo que debiera considerarse para efectos del cumplimiento de la regla, porque si este se modifica sobre la marcha durante el año, al final se está dirigiendo a algo muy parecido a una regla que apunta a un déficit efectivo, por lo que pasa a ser muy pro cíclico.

En segundo lugar, hace presente que el año pasado hubo una sorpresa tributaria, porque la recaudación del impuesto a la renta fue anormalmente baja. Entonces, agrega, no se ajustó la regla fiscal para el gasto de ese año, porque, de lo contrario, la reacción habría sido muy pro cíclica.

En tercer lugar, comenta que los gastos en el sector público no se determinan mes a mes, mencionando, por ejemplo, que un proyecto tiene un calendario de pagos y de gastos que, incluso, puede trascender un año. Luego, señala que la comparación que corresponde hacer es si los gastos que están comprometidos al momento de hacer la evaluación son mayores, iguales o inferiores al de un año normal, porque si son mayores, comparte que se estará en problemas, pero si son menores, habrá holguras. En su opinión, es imposible que los gastos se determinen mes a mes, como tampoco se puede evaluar la Ley de Presupuestos en un mes en particular, a no ser que se reconsidere qué es lo normal a esas alturas. Manifiesta que ese es un referente que, obviamente, está faltando. Agrega que muchas veces hay *carry over* de un año para otro, porque el proyecto, que duraba un año, se inició en noviembre, por lo que si el Gobierno anterior hizo las cosas con apuro para tratar de gastar más y dejar comprometidos más gastos, eso constituye una complicación, por lo que correspondería tener alguna noción de qué es lo normal en esta materia para poder hacer una comparación justa.



Finalmente, manifiesta que lo mejor es sincerar las dos discusiones, esto es, la discusión respecto de la metodología para estimar el gasto y aquella sobre cuáles son las necesidades de gastos. En su opinión, si se mezclan ambas discusiones, de alguna manera se está enredando un instrumento de política fiscal que ha sido útil y que ojalá siga siéndolo para hacer política.

El Consejero señor Enrique Marshall declara estar confundido y que para él, en definitiva, lo relevante es saber si estos nuevos antecedentes modifican el escenario con que se trabaja en el Banco y si el impulso fiscal está implícito en él.

Al respecto, el señor Pablo García formula las siguientes observaciones. En primer término, hace presente que el Banco informó de esto al Ministerio de Hacienda para saber si este *carry over* de gastos del año pasado para este año era excepcionalmente alto respecto de otros años. Al respecto, indicó que el Ministerio de Hacienda señaló no saberlo, ya que este ejercicio lo efectúan en junio todos los años y ahora lo hicieron en la mitad del primer semestre. En segundo término, declara estar de acuerdo con el señor Manuel Marfán y compartir la misma duda con el señor Enrique Marshall, en cuanto a que no se sabe si se trata de un mayor o menor impulso fiscal respecto de lo que se tiene en el IPoM. Indica que, desde el IPoM, las noticias han aumentado las dudas, justamente porque apareció la discusión sobre más gastos comprometidos, del orden de US\$1.500 millones, y se desconoce si eso efectivamente va a llevar a más impulso respecto de lo que se tenía en el escenario del IPoM.

El Presidente, señor José De Gregorio, manifiesta que es muy difícil que esto pueda ser resuelto en la presente jornada. Señala entender que el plan de financiamiento debiera ser anunciado luego, por lo que sugiere esperar a conocerlo y luego efectuar un ajuste más completo a todo el panorama fiscal.

Para concluir este tema, el señor Pablo García hace presente que la Gerencia de División Estudios solo quería transmitir la misma incertidumbre que comparten los señores Consejeros.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, indicando que hasta antes del terremoto se observaba una fuerte recuperación del empleo. Destaca que la velocidad que traía el empleo asalariado venía creciendo de manera importante durante los últimos meses y había llevado a que la tasa de desempleo desestacionalizada cayera de manera fuerte en febrero, hasta 9%.

Respecto de los posibles efectos que pueda tener el terremoto en el empleo, el señor Claudio Soto informa que no se cuenta con antecedentes suficientes como para conocerlos en este momento, pero que sí hay algunos antecedentes históricos respecto de lo que ocurrió después del terremoto del año 1985, que muestran que en esa oportunidad no hubo efectos significativos en los meses siguientes a la catástrofe.

El señor Claudio Soto, refiriéndose a los salarios nominales, menciona que en el mes de enero se observó una caída, en febrero un aumento de magnitudes menores que las registradas durante el año pasado, con lo que la tasa de variación de los salarios reales sigue cayendo.



En cuanto al IPC, el señor Soto destaca que el registro de marzo, de 0,1%, sorprendió a la baja, y que la estimación que se tenía era de 0,8%. Comenta que la sorpresa se dio principalmente en el componente más bien *core* del IPC, y que si se revisan los distintos componentes, las sorpresas se concentraron en vestuario, transporte y alimentos. Explica que en el caso de transporte, ello se debió a un efecto estacional. Al respecto, menciona que se sabía que caería en marzo; sin embargo, las noticias de la primera semana de ese mes indicaron que las tarifas de buses no estaban disminuyendo, llevando a la Gerencia a no ceñirse al patrón estacional habitual de transporte, lo que se reflejó en el error de 0,37 puntos porcentuales de mayor incidencia mensual efectiva. En el caso de vestuario, alude a una historia de un año de estacionalidad con la nueva serie, señalando que se cuenta con la historia reconstruida a partir de los precios micro, que mostraban que había una alta estacionalidad en el precio del vestuario en marzo, mes en que iba a subir bastante. Indica que eso determinó que se proyectara un incremento en el precio del vestuario, que finalmente no se materializó. Resume que esos fueron los dos componentes más significativos que explican el error en la proyección, que fue de casi medio punto. En el caso de alimentos, en tanto, declara que se pensó que iban a experimentar un alza, que sí sucedió, pero en una magnitud menor.

Menciona también que otros componentes tuvieron incidencias menores, como el caso de educación, donde no se levantaron los precios en las regiones afectadas por el terremoto, pero que sí se estarían levantando el próximo mes, por lo que se espera que esta diferencia se recupere para entonces. Aclara que los precios no levantados se consideran precios sin variación y que lo que se hizo en esta oportunidad excepcional fue considerar los precios de las otras macro zonas, de la macro zona central, o sea, Santiago.

En relación con la sorpresa de inflación, el Consejero señor Sebastián Claro se refiere a la corrección de 0,4 a 0,7% que se efectuó a la inflación de marzo por efecto del terremoto, la que se desharía algo en abril o mayo. Sobre el particular, consulta si esa diferencia que se corrigió fue generalizada o si afectó solo a algunos ítems, de tal forma de poder descifrar si parte de la diferencia o del error se debió a ese supuesto.

El señor Soto responde que en alimentos se tiene un alza relevante para marzo y que en las primeras semanas de abril se observan aumentos bastante importantes en el caso de alimentos X1. Informa que los seguimientos de precios también sugieren significativas alzas en arriendos y buses en el mes de abril, alza que también se registraría en mayo en el caso del transporte interurbano.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, pregunta si el aumento de precios de los alimentos reportados es el resultado de cotizaciones efectuadas por la Gerencia de Análisis Macroeconómico, lo cual es confirmado por el señor Soto. El señor Marfán continúa, declarando que no se puede descartar que la inflación que se va a observar probablemente en abril haya ocurrido en marzo, habida cuenta que en marzo se imputó una variación de cero en la zona donde probablemente los precios experimentaron un alza más significativa. El señor Soto aclara que eso también está considerándose en la proyección.

Por último, el señor Claudio Soto indica que en el caso de los arriendos se observaron aumentos que no fueron reflejados en el IPC, y que hacia finales de marzo se observaron aumentos importantes, que también se están considerando en la proyección.

Para complementar el diagnóstico respecto de la inflación, el señor Soto menciona que las expectativas empresariales apuntan a un significativo aumento de la misma.



En cuanto a la proyección, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que se están considerando trayectorias de la gasolina que son virtualmente las mismas que se tenían para el cierre del IPoM. Destaca que desde entonces no ha habido muchas novedades, por lo que los principales supuestos son muy similares a los considerados en ese Informe. Al respecto, detalla que el tipo de cambio se ha apreciado un poco desde entonces; que el supuesto del precio del petróleo es exactamente el mismo que el del IPoM, pero que los precios *spot* de gasolinas son algo mayores en el mercado doméstico, modificando un poco su trayectoria; y que en el caso de perecibles, la trayectoria también es muy similar a lo que se tenía para el cierre del IPoM.

Respecto del vestuario, el señor Claudio Soto explica que en la proyección se está considerando algo de estacionalidad, ya que no se están contemplando bajas tan fuertes en julio como las registradas el año pasado; que sí se prevé un aumento estacional hacia agosto, que coincidiría con el patrón estacional observado el año pasado; y que se descartaría el patrón estacional de septiembre de años anteriores, mes en que los precios del vestuario aumentaban significativamente.

El Gerente de División Estudios comenta que, respecto de vestuario, el INE cambió los puntos de recolección de precios y dejó de suavizar la serie. Hace presente que, hasta ahora, la Gerencia a su cargo más bien adjudica a lo segundo el principal efecto de lo que había ocurrido en dicha materia.

El señor Claudio Soto prosigue, señalando que la proyección que se tiene en abril da cuenta que el último tramo del horizonte de proyecciones es bastante similar al vigente al cierre del IPoM y que la diferencia es de una décima menor en el caso del IPC de agosto, debido, principalmente, a la sorpresa en el caso de vestuario, que va a tener un efecto más persistente.

El señor Soto explica a continuación que el aumento de precios de alimentos, buses y educación que se espera para abril, llevan a corregir al alza la variación del IPC de abril desde 0,6%, que se tenía al cierre del IPoM, a 0,8%, y en el caso de mayo, desde 0,1 a 0,4%, y que, a partir de entonces, entran a operar elementos estacionales. Destaca que en la proyección se considera una rebaja en la tarifa eléctrica hacia junio, en que el efecto de la indexación se devuelve parcialmente en julio, y que se está considerando también que en julio se devuelve lo que queda del impuesto de timbres y estampillas, que tiene un efecto de 0,6 décimas aproximadamente en el IPC de julio. Señala que en caso que eso no ocurriera, habría que hacer un ajuste a la baja en la inflación del IPCX y del IPC.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta en cuánto afecta el alza del Transantiago, a lo cual el señor Soto responde que a los \$30 ya considerados hay que agregar un extra de \$10 en este horizonte. Añade que después, cuando se hizo la proyección para el año, se había considerado algo más para el segundo semestre.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si el impacto en el IPC sería de 0,6% en caso que no se devuelva el impuesto de timbres y estampillas, respondiendo el señor Soto que eso es efectivo y que la variación mensual de 0,9% que se espera en julio obedece precisamente a ello.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, señala que, de acuerdo con sus cálculos, en el IPoM se tenía una inflación acumulada en el bimestre marzo abril de 1,5%, aproximadamente, y que la variación de 0,1% registrada en marzo obedecería en una parte



sustantiva al hecho que se imputó como 0 la variación de precios que realmente hubo, pero que no pudo ser catastrada. El señor Pablo García aclara que la imputación con variación 0 fue solamente para educación en las zonas afectadas, un poco menos de una décima, en tanto que el resto fue imputado con las variaciones efectivas de Santiago.

En opinión del señor Marfán, todos suponen que probablemente las variaciones en las zonas afectadas fueron superiores y que el bimestre marzo-abril daría cuenta de la verdadera inflación del bimestre, aun cuando ningún mes en particular sería fidedigno. El señor Marfán advierte que hay una diferencia en ese bimestre de medio punto y no habría un rebote por el hecho de haber catastrado en Santiago los precios de Concepción.

El señor Pablo García señala que el rebote ocurre para la proyección más bien en cuatro meses y no en dos, o en tres meses y no en uno, o sea, en abril, mayo y junio, y no en abril solamente. Cita el caso de alimentos X1, respecto de los cuales se podría decir que lo que ocurrió fue que proyectado era una variación razonablemente esperable dado el terremoto, y que fue menor, porque se imputó la inflación de los alimentos X1 en Santiago. Aclara que eso se está deshaciendo totalmente en abril, mes en que se vuelve a una trayectoria que es bastante más alta.

El señor Manuel Marfán plantea que este tema es muy importante, porque si queda la percepción de que el Consejo no evaluó subir la tasa hoy, porque la inflación de marzo fue baja, y después la subió, porque la inflación de abril fue alta, entonces la sensación que queda es que el Consejo se encuentra en problemas. Dado eso, pregunta cuál sería la forma de comunicar que la inflación mensual sube de 0,1 a 0,8%, o quizás más, sin que ello genere una reacción indeseada, o si acaso habría que señalar que el Consejo sigue pensando que la verdadera inflación de marzo, que se va a corregir en abril, sería algo más alta.

El señor Presidente manifiesta que eso lo dejaría a criterio de cada Consejero, agregando tener una visión algo matizada al respecto, por lo que trasladaría la discusión para el cierre. Indica que más allá de los datos mismos, existe la percepción de que parte de la caída de la inflación obedeció a alzas que no se registraron y que vienen el otro mes. Asimismo, y dado un escenario tan incierto, en que dos meses con inflación muy baja pueden dar vuelta todo el IPoM, cuando en la práctica se estaba esperando que, independientemente de lo que aconteciera en estos meses, fuera un gran componente transitorio, anticipa que la discusión que se debe sostener al respecto resultará ser muy complicada.

El Consejero señor Sebastián Claro alude a la inquietud expresada por el señor Marfán, manifestando que la compartía y que la habían discutido antes, pero que su lectura del tema de la inflación es que, efectivamente, si en vez del bimestre se considera el trimestre marzo, abril y mayo, la diferencia entre lo que se está suponiendo ahora y el IPoM es muy marginal. Recuerda que, originalmente, el supuesto que había sobre el efecto del terremoto en la inflación no necesariamente desaparecía el mes siguiente, sino que en dos meses o en el margen en tres meses y que, por lo tanto, lo que se está haciendo es correr ese mismo efecto en un mes, por lo que no hay un cambio estructural en la estimación respecto de lo que fue el impacto de la catástrofe.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, aclara que se refería puramente al problema metodológico del INE.



Al respecto, el señor Pablo García explica que dicho problema no es identificable, porque puede ser identificado como un supuesto sobre cuánto habría sido la inflación o cuánto se supone que fue el efecto inflacionario con el terremoto en el corto plazo, pero las proyecciones obviamente se van ajustando. A modo de ejemplo, cita el caso de alimentos, respecto del cual se supuso que el efecto inflacionario del terremoto en los precios de marzo sería mayor que el que fue efectivamente. Señala que ello no ha llevado a corregir la proyección a la baja para abril, sino que esta se está manteniendo, por lo que la mayor inflación que se observó se va a medir en abril, porque el acumulado entre febrero y abril es el mismo que se tuvo en marzo. En el caso de vestuario, agrega, se está usando otro juicio, ya que en ese caso se está diciendo que hay más bien un problema con la estacionalidad de la nueva canasta, porque la diferencia es muy grande, de tres décimas.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, señalando que, en el fondo, tanto el Banco como el mercado están corrigiendo al alza la proyección de abril. Comenta que eso es precisamente lo que se observa en los seguros de inflación y en las proyecciones que reporta Riskamerica. Dada esta trayectoria para la inflación, indica que se tiene un gradual aumento de la velocidad del IPCX1 sin vestuario, lo que es coherente con la idea de que la velocidad de cierre de brechas aumentará en adelante, en la medida que la economía empiece a retomar su ritmo de crecimiento.

Agrega que si se descompone la proyección de inflación en adelante, lo que estaría explicando el aumento de la inflación sería el combustible, alimentos y los componentes resto, que son los principales componentes que hacen subir la inflación.

Refiriéndose ahora a los mercados financieros, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que después de la publicación de la minuta de la RPM de marzo y del último IPoM, se produjo un aumento muy importante en las tasas *swap*, y que dos días después, cuando se conoció el dato de IPC, tendieron a caer, solamente por una lectura inicial de que había una cierta sobre-reacción o que la lectura de inflación podía ser más pesimista en adelante. No obstante, y coherente con lo que mencionó respecto de los seguros, el señor Soto hace notar que conforme pasaron los días, nuevamente se produjo un aumento en las tasas *swap*, probablemente porque se entendió que la sorpresa de marzo no era inflación, sino que la inflación simplemente se había postergado. Comenta que eso también se está reflejado, de alguna manera, en las tasas en Unidades de Fomento, que registraron un importante aumento y luego volvieron a caer.

Las tasas nominales, prosigue, no registraron grandes movimientos, a diferencia de meses atrás, cuando tuvieron movimientos importantes y muy bruscos.

El señor Claudio Soto informa luego que las tasas de colocación, que cayeron de manera más o menos relevante en marzo, aumentaron levemente en abril. Precisa que no es el caso de las tasas hipotecarias, que más bien tendieron a caer en marzo y en las dos primeras semanas de abril.

Respecto de la dispersión de las tasas, sobre lo cual consultó el señor Vicepresidente en la Reunión pasada, menciona que las medidas de dispersión se han mantenido más bien altas y que en el margen se observó un pequeño aumento, pero no comparable con el que se registró cuando estalló la crisis financiera a fines del 2008.



A continuación, el señor Claudio Soto indica que los resultados de la Encuesta de Condiciones Financieras se conocieron el día anterior, dando paso al Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan, para que la comente.

El señor Kevin Cowan informa que por el lado de la oferta hay una leve mejora en las condiciones del financiamiento para los hogares, tanto en consumo e hipotecario, la que según lo explicado por los bancos, se debe principalmente a una mayor competencia de oferentes no bancarios y a una caída en la percepción de riesgo de crédito que se está materializando en un menor *spread* sobre ambos tipos de crédito. Para las grandes empresas, continúa, no se observan cambios en las condiciones de oferta, mientras que en las pymes se advierte un leve deterioro en las condiciones que ofrecen los bancos, debido, en principio, a un mayor riesgo de crédito, que se ha materializado en alzas en los *spreads* y en los requisitos de garantía. En suma, menciona que los bancos han reportado un panorama mixto por el lado de la oferta.

Por el lado de la demanda, el señor Cowan señala que se registra un deterioro en la percepción de los bancos respecto de la demanda por créditos de consumo, en tanto que por el lado de las empresas se observa un leve aumento en las empresas grandes por perspectivas de mayor demanda de capital de trabajo, lo cual parece ser consistente con mayores necesidades de liquidez. Hace presente que lo más curioso resulta ser la caída de la demanda que los bancos reportan de parte de las pymes, argumentando menores necesidades de capital de trabajo y menores necesidades de inversión.

El Gerente de División aludido comenta luego que la encuesta incluyó esta vez un anexo, que preguntó por las perspectivas en las condiciones crediticias para pymes y personas para este año, separando las regiones directamente afectadas, que son la Sexta, Séptima y Octava, del resto del país. Indica que los resultados arrojaron que en las regiones más afectadas se observan para las empresas condiciones más contractivas en *spread*, garantías y montos, y algo más flexibles en términos de plazo, en línea con lo que los bancos han estado efectuando en las reprogramaciones automáticas para consumo y vivienda en las regiones más afectadas. Sin embargo, destaca que respecto de los préstamos a hogares se ve, en general, una flexibilización de las condiciones crediticias de manera algo similar a lo que se observa a nivel nacional. Respecto de las regiones no afectadas, en tanto, hace presente que se advierte una mejora en las condiciones de crédito en adelante, con la excepción de construcción y vivienda.

El señor Kevin Cowan señala que de lo anterior se puede colegir que los bancos están ajustando sus políticas crediticias en las regiones más afectadas, siendo más contractivos en los sectores que se han visto más directamente impactados, lo que, por ejemplo, se advierte claramente con la reacción respecto del sector pesca. Para las regiones no afectadas, en cambio, indica que se ven condiciones más holgadas en adelante y, por lo tanto, no están ajustando su política crediticia de una manera contractiva por una preocupación respecto de sus efectos patrimoniales o efectos macro, sino que ello constituye una respuesta más bien focalizada.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, señalando que los datos efectivos de colocaciones de febrero y los provisorios de marzo más bien indican que el crédito ha seguido creciendo. Sobre el particular, destaca que los datos de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras corresponden a cifras desestacionalizadas nominales y difieren de las del Banco, ya que estas últimas se han ajustado por IRFS. Indica que tal diferencia explica que la información de ese organismo



supervisor arroje un crecimiento algo menor en las colocaciones nominales de consumo y comerciales. Agrega que en marzo han continuado aumentando las colocaciones tanto de consumo como de vivienda y comerciales, no así las de comercio exterior, cuya contracción se explicaría de forma importante por el movimiento del tipo de cambio y podría estar reflejando también la caída en las exportaciones industriales mencionadas anteriormente.

Respecto de la Bolsa, el señor Claudio Soto informa que el IPSA ha estado más bien plano desde el terremoto y que, comparado con índices de otras bolsas, ha caído, pero en magnitudes más bien acotadas. En el caso de los agregados monetarios, menciona que se sigue observando un fuerte crecimiento del dinero, sobre todo del M1, pero que no se advierte un crecimiento que sea particularmente intenso dado los fundamentales que explican dicho crecimiento. De hecho, agrega, estaría creciendo algo por debajo de lo se podría explicarse con el modelo de demanda de dinero, dado el nivel de la tasa de interés prevaleciente.

Al proseguir, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el tipo de cambio se apreció, pero que después del terremoto se han producido muchos movimientos, influidos por las noticias y por el diagnóstico del mercado respecto del plan de financiamiento y de la composición del mismo. Añade que el tipo de cambio real está en 91, por lo que sigue dentro de los fundamentales de largo plazo.

En cuanto a las expectativas de mercado, indica que después del terremoto, las expectativas de crecimiento se ajustaron hasta 4,5% para este año y al alza para el 2011, dando cuenta de la temporalidad del efecto del terremoto. Respecto de las expectativas de inflación, reitera lo que arrojó la encuesta del IMCE que, en general, muestra percepciones bastante más inflacionarias en adelante, tanto por el lado de los salarios como de los costos. Menciona también lo que se recoge de los precios de los activos financieros, citando que en el caso de la *swap*, por ejemplo, se observa un aumento importante en la compensación uno en uno, que está por sobre 3% y que llegó a estar cercana a 4%; que las expectativas a un año han superado el 3% en los últimos registros y que las a dos años siguen en 3%; mientras que las expectativas a un año, tanto de la Encuesta de Expectativas Económicas como lo que se desprende de las mesas de dinero, están por sobre 3%.

El Consejero señor Rodrigo Vergara repara en el hecho que la tasa sube inmediatamente después del IPoM y consulta si ello se debe a que son los empresarios quienes responden la encuesta. El señor Presidente comenta que desde el punto de vista del *price setting*, lo que al Banco le interesa para el mecanismo de fijación de precios tiene mucho más que ver que con los empresarios, ya que son ellos los que fijan los precios en el mundo moderno. Al respecto, solicita que se efectúe una revisión al IMCE. El señor Pablo García, por su parte, explica que el IMCE no solo abarca el índice de difusión, sino que incluye una pregunta sobre cuál es la inflación en adelante.

Finalmente, y con respecto a la trayectoria de la TPM, el señor Claudio Soto indica que el mercado recogió el mensaje del IPoM, por lo que la curva se ha empinado bastante, sobre todo la que se construye a partir de las tasas *swap* y de la Encuesta de Expectativas Económicas. Precisa que la encuesta de diciembre pasó de 2%, que es lo que se tenía antes del IPoM, a 2,5%, y agrega que la trayectoria de la TPM que sale de la *forward* construida con los *swaps* está algo por arriba y estará en 2,6% a fines de este año.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación del señor Claudio Soto y no habiendo comentarios, da por finalizada la sesión de la mañana.



Se deja constancia que el Consejero señor Sebastián Claro se retiró de la sesión a las 12:40 horas.

Siendo las 16:00 horas, el Presidente, señor José De Gregorio, da inicio a la sesión de la tarde y ofrece la palabra al Gerente de División Estudios, señor Pablo García, para que presente las Opciones de Política Monetaria para la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios recuerda que en su Reunión de Política Monetaria de marzo, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y consideró, además, que en las circunstancias de ese momento, marcadas especialmente por la incertidumbre asociada a los efectos de la catástrofe, mantener la TPM en su nivel mínimo de 0,50% hasta al menos el segundo trimestre de este año era coherente con que la inflación proyectada se ubicara en 3% en el horizonte de política.

El señor Pablo García indica que posteriormente, en el Informe de Política Monetaria de marzo, el Consejo señaló que las proyecciones incorporaban el supuesto de que la política monetaria continuaría siendo muy estimulativa en los próximos trimestres y que hacia fines del horizonte de proyección la TPM convergería a un nivel similar al que arrojaba la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo, aun cuando su ritmo de normalización sería algo superior al considerado en dicha encuesta.

El señor García informa a continuación que los principales antecedentes desde la divulgación del IPoM son, en el ámbito externo, una mayor claridad respecto del apoyo de la Comunidad Europea a Grecia, y perspectivas de crecimiento mundial y precios de *commodities* que no han sufrido alteraciones. A nivel local, reporta que la inflación del IPC sorprendió por lo reducida, que se dispone de algunos antecedentes adicionales de actividad por sectores y que no se estima que estos aspectos configuren un escenario inflacionario de mediano plazo distinto al contenido en el IPoM. Menciona que otro antecedente se refiere a la Encuesta sobre Créditos Bancarios, que sugiere, en general, una mantención de las condiciones crediticias durante el primer trimestre, que ya se habían flexibilizado durante el periodo anterior; que se percibe un ligero debilitamiento de la demanda por créditos en el mismo periodo, en particular en créditos de consumo e hipotecarios para la vivienda, destacando que es posible que ambos aspectos hayan estado afectados por el terremoto. Como último antecedente, señala que los precios de activos financieros y las opiniones de analistas se alinearon rápidamente con el escenario de política monetaria sugerido por el IPoM.

El Gerente de División Estudios prosigue, destacando que para la presente Reunión, la principal consideración para las opciones de política es la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de marzo, los eventuales efectos en esta última con los antecedentes coyunturales mencionados precedentemente, así como las expectativas privadas.

El señor García hace presente que la estrategia de política monetaria considera que luego deberá iniciarse un proceso de normalización monetaria que, dada la proyección del IPoM, debiese elevar la TPM en torno a 250 puntos base hasta fin de año. Dado lo anterior, plantea que no se puede descartar *a priori* la opción de iniciar dicho proceso en esta Reunión con un alza de 25 puntos base, pero que, sin embargo, los contornos de la política contenida en el IPoM son también coherentes con la opción de mantener la TPM en su nivel mínimo en esta ocasión e iniciar el proceso de normalización en los meses venideros.



Así, continúa, la estrategia de normalización monetaria admite grados de flexibilidad respecto del momento preciso de su inicio. Al respecto, menciona que existe un *trade-off* natural entre un inicio más pronto, pero con alzas más graduales, *versus* un inicio algo más tardío con alzas que puedan ser algo más intensas, aclarando que no es evidente que en esta ocasión se pueda detectar que una u otra opción sea nítidamente más preferible si las diferencias son de solo meses y no de trimestres en la selección de dicho momento de inicio.

El señor Pablo García manifiesta que a juicio de la Gerencia de División Estudios, las noticias coyunturales no alteran el escenario de mediano plazo delineado en el Informe de Política Monetaria. No obstante, y tal como se constató en dicho Informe, afirma que sí existe una elevada incertidumbre coyuntural respecto de los registros de inflación y actividad y la transitoriedad de las disrupciones de oferta y demanda por el terremoto. Plantea que a medida que pase el tiempo, estas incertidumbres se irán despejando, agregando más información a la disponible en esta ocasión respecto de la marcha de la economía en el más corto plazo. Adicionalmente, menciona que el escenario del IPoM considera un esfuerzo de reconstrucción con características y financiamiento que son aún un supuesto de trabajo.

El señor García informa que el mercado y los analistas, en tanto, han incorporado en sus expectativas un escenario macroeconómico de mediano plazo, en términos de inflación, actividad y política monetaria, congruente con el contenido en el IPoM, destacando que estas expectativas no consideran inambiguamente que el inicio del proceso de normalización monetaria debiese producirse en esta Reunión. Hace notar que esto último puede ser un elemento táctico relevante a la hora de evaluar la ponderación que se le desee dar a cada una de las dos opciones planteadas para esta Reunión, justamente debido a que no se detecta una incoherencia entre el escenario de mediano plazo implícito en la decisión de ese día y las expectativas privadas.

Desde el punto de vista comunicacional, el señor Pablo García plantea que en el caso de mantenerse la TPM en 0,5%, se podría indicar que el proceso de normalización monetaria comenzará en los próximos meses. Sin embargo, reconoce que no es obvio cuán informativo sea ello, dada la coherencia entre las expectativas privadas y el escenario interno para la política monetaria.

Para finalizar, el señor García estima que puede ser pertinente señalar que los antecedentes coyunturales no han afectado el escenario de mediano plazo para la inflación, la actividad y la política monetaria contenido en el IPoM, y que, además, los registros de corto plazo continuarán siendo ruidosos, debido a los problemas de levantamiento de información en las zonas afectadas.

El Presidente agradece los comentarios del Gerente de División Estudios y, a continuación, debido a la imposibilidad del Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín, de asistir a la sesión de la tarde, da lectura a los comentarios que hizo llegar a través de su asesor, señor Rodrigo Cerda:

"La cifra de inflación de marzo de 0,1% mensual (y 0,3% en 12 meses) constituyó una muy buena noticia para los chilenos. Las alzas en educación y alimentos fueron contrarrestadas por las caídas en transporte y recreación y cultura. El IPCX aumentó 0,1% mensual y el IPCX1 no tuvo variación. Estas cifras sugieren que la inflación está aún acotada. Es cierto que para abril se esperan presiones inflacionarias, tanto por las alzas en los combustibles así como por el aumento de precios en el Transantiago, pero eso no cambia el escenario de fondo para la inflación.



Además, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas de abril, las expectativas de inflación continúan dentro del rango de tolerancia del Banco Central. Así, la inflación esperada para 2010 es de un 3,7%, igual a la proyectada en el IPoM, mientras que para 2011 las expectativas no han cambiado tras el terremoto y continúan ancladas en el 3%, lo que confirma la visión de que el mercado ve el *shock* como transitorio y con efectos únicamente en 2010.

Además, las expectativas de inflación usando tasas de mercado (TAB a 360 días) arrojan un valor de 2,5%. De la misma manera, al usar las tasas de los BCP y BCU a 5 años, las expectativas de inflación alcanzan un 3,3%. De estos datos se desprende que las expectativas de inflación siguen contenidas, incluso a plazos más largos.

La evolución de otros precios claves, como el tipo de cambio y los salarios nominales, nos entregan otra señal de que la inflación se encuentra contenida. Por una parte, durante febrero los salarios nominales crecieron 2,6% en 12 meses, mientras que el costo de la mano de obra lo hizo en 3,2%. Por su parte, el peso se ha apreciado desde el cierre de fines de febrero. Actualmente, el tipo de cambio se ubica en torno a los \$520, lo que representa una caída de 1,8% respecto de dicha fecha.

Por otra parte, el mercado ha internalizado los escenarios delineados en el IPoM, en que la tasa de crecimiento del PIB sufre un leve deterioro este año y tiende a recuperarse el próximo. Estos escenarios tienen supuestos sobre la política fiscal que, en lo grueso, son concordantes con nuestra visión. Si bien la demanda agregada se ve muy impulsada por los esfuerzos de reconstrucción, es importante destacar que el mayor incremento en la demanda debería venir por el lado de la inversión y no tanto de consumo, por lo que la presión sobre los precios de los bienes no transables debería no ser tan intensa por este mecanismo. Si a eso le sumamos que desde la última Reunión de Política Monetaria tanto las perspectivas de crecimiento mundial así como los precios de los *commodities* no han cambiado significativamente, por el momento creemos que los efectos inflacionarios vía este canal de transmisión son también acotados.

Por estas razones, como Ministerio de Hacienda creemos que lo más adecuado es mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual."

Finalizada la lectura de los comentarios del señor Ministro de Hacienda, el señor Presidente da paso a la votación.

El Consejero señor Rodrigo Vergara agradece el trabajo preparado por el *staff* del Banco, y señala que desde el reciente IPoM ha habido noticias en el ámbito interno, siendo una de ellas el IPC de marzo, que fue muy inferior a las proyecciones que había sobre esta variable. Indica que los análisis sugieren elementos puntuales o transitorios, derivados, entre otros, de las dificultades que existen en materia de recolección de información, los que solo con el tiempo, y a medida que se tenga más información, permitirán corroborar esta hipótesis que aparece como la más probable. Agrega que la Encuesta de Créditos Bancarios, en tanto, da cuenta de un ligero debilitamiento de la demanda por crédito, y que a ello se suma el IMACEC de febrero, que se conoció días antes del IPoM, que también se construyó con información incompleta y registró un incremento inferior al esperado.



A pesar de lo mencionado, el señor Rodrigo Vergara sostiene que el grueso del análisis arroja que el escenario del IPoM sigue siendo válido en cuanto a tendencias, aunque las incertidumbres que se plantearon en la RPM de marzo están lejos de despejarse. Añade que el escenario externo, por su parte, no ha cambiado mayormente y se aprecia promisorio.

El señor Vergara expresa luego que el *trade off* que se plantea entre un inicio de la normalización de la política monetaria más pronto con variaciones más graduales y un inicio más tardío con cambios mayores, es siempre válido en circunstancias en que es evidente que la tasa de política monetaria está lejos de su nivel de largo plazo y que luego se irá normalizando en el tiempo, como es la situación actual en Chile. No obstante, indica que cuando aumentan los grados de incertidumbre con respecto a dónde debiera llegar la TPM a determinados plazos más cortos, dicho *trade off* se hace menos preciso, al menos a esos plazos.

En opinión del Consejero aludido, lo anterior dice relación con las imprecisiones que puede tener a estas alturas una estimación puntual con respecto al nivel al que debiera estar la TPM, por ejemplo, en diciembre de este año. Al respecto, señala que lo que se hace en el IPoM es un ejercicio del cual se obtiene una estimación sobre la base de un escenario de consistencia macroeconómica, en que si los supuestos que están detrás de ese escenario cambian, también lo harán las políticas consistentes con dicho escenario. Así, advierte que el problema de darle una relevancia exagerada a un número específico para una variable de esta naturaleza en una fecha dada, y relativamente cercana, es que podría tomarse como una especie de compromiso de la Autoridad, lo cual, por cierto, no es lo que se pretende, entre otras cosas porque no se haría cargo de las incertidumbres existentes.

Para concluir, el señor Rodrigo Vergara afirma que los antecedentes macroeconómicos dan cuenta de que el proceso de normalización monetaria comenzará en un futuro cercano. En su opinión, basado en dichos antecedentes y en las incertidumbres existentes, la opción de comenzar dicho proceso en esta Reunión no resulta razonable. No obstante, dado que se le asigna una alta probabilidad a que el escenario de mediano y largo plazo planteado en el IPoM se mantenga, estima que es importante dar el mensaje que el comienzo del proceso de normalización de la política monetaria se vislumbra cercano.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por mantener la TPM en su nivel actual.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, en esta ocasión, comenzará por su conclusión, que es mantener la TPM, sin modificar el mensaje entregado en el último IPoM.

A continuación, indica que, a su juicio, en las últimas semanas las principales noticias han estado asociadas con la consolidación de un escenario de recuperación en el mundo y con las cifras de actividad e inflación que se han observado en Chile.

Respecto de la economía internacional, el señor Sebastián Claro estima que las cifras en Estados Unidos confirman que la recuperación ha entrado en una trayectoria sostenida, aunque todavía existen notas de cierta cautela. Agrega que en otras latitudes, y en el caso particular de China, las cifras hablan por sí solas y, en su opinión, exigen una normalización de sus impulsos fiscales y de crédito de manera rápida.



Para efectos de los análisis que efectúa el Banco y del impacto sobre Chile, el señor Claro piensa que lo clave será cómo vayan evolucionando las expectativas en el mundo respecto del proceso de normalización monetaria en Estados Unidos y en Europa. Señala que su impresión al respecto es que el progresivo retraso que venían mostrando las expectativas sobre normalización de la política monetaria en los países desarrollados debiera comenzar a detenerse.

En cuanto a las cifras de actividad en Chile, el Consejero señor Sebastián Claro menciona que el IMACEC de febrero mostró un crecimiento bastante menor al esperado, indicando que la hipótesis de que ello refleja una aguda contracción en los últimos dos días parece ser la dominante. Sin embargo, destaca que lo que aún queda por despejar, más allá de la alta incertidumbre sobre la actividad en el corto plazo, específicamente de marzo y abril, es en qué medida los reducidos registros de actividad estarán reflejando condiciones de demanda más acotadas o condiciones de oferta más restringidas. En su opinión, no se tienen elementos de juicio para hacer una evaluación profunda sobre esto, pero llama la atención sobre las cifras de la Encuesta de Crédito Bancario, que muestran que la demanda de crédito en marzo parece haberse ajustado a la baja. Reconoce que esto es, evidentemente, un registro muy parcial, por lo que hay que tomarlo con la debida cautela, pero que, a su juicio, no deja de ser llamativo. Manifiesta que esto podría sugerir que algún efecto está teniendo en la demanda, más allá de evidentes interrupciones en la oferta derivadas del terremoto. Sostiene que este tema deberá ser monitoreado con mucho detalle, especialmente porque esta cifra podría estar muy contaminada y reflejar de manera muy dramática la reacción inicial al terremoto sin constituir un cambio fundamental en la tendencia.

Respecto de otras mediciones, el señor Claro plantea que el crecimiento del M1 sigue siendo muy importante, y que aunque los agregados de dinero menos líquidos y el crédito siguen mostrando tasas de crecimiento acotadas, ya se observa un cambio de tendencia hacia una normalización de las cifras.

El Consejero aludido indica a continuación que la cifra de inflación en Chile fue también muy sorpresiva. Señala que, de acuerdo con los análisis internos, que el mercado parece compartir, esto se trató de fenómenos meramente transitorios. Hace presente que los efectos esperados del terremoto sobre el IPC no se habrían medido en la cifra de marzo y que las estimaciones arrojan que seguirían impactando de manera transitoria las cifras de los próximos meses. Con todo, sostiene que la proyección de corto plazo para la inflación se mantiene en rangos muy similares a los planteados en el IPoM. Por otro lado, menciona que las genuinas sorpresas en algunos ítems no darían cuenta de un cambio en la tendencia inflacionaria discutida en el IPoM, por lo que será necesario esperar las próximas cifras de inflación para evaluar su reacción al terremoto y para interpretar los impactos de oferta y demanda que de este se derivan.

En opinión del señor Claro, lo anterior corrobora que la incertidumbre sobre el impacto de corto plazo del terremoto sigue siendo muy alta y que todavía es difícil interpretar las cifras de actividad e inflación, lo que sí tiene impacto sobre la trayectoria de tasas en el corto plazo, aun cuando no la tenga necesariamente en el mediano plazo, donde cree que el mensaje de fondo del IPoM respecto de la trayectoria de tasas siga siendo coherente con las expectativas privadas. En esta dimensión, estima que la Minuta de Opciones no está sopesando adecuadamente la incertidumbre que los últimos registros de inflación y actividad conocidos después del IPoM han entregado, al plantear la posibilidad cierta del comienzo de la normalización de la política monetaria en la presente Reunión. A su juicio, las condiciones para una inminente normalización de la política monetaria no se observan con claridad.



En mérito de lo anterior, el Consejero señor Sebastián Claro vota por mantener la TPM en su nivel actual.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado, y manifiesta que se llega a esta Reunión poco tiempo después del cierre y divulgación del último IPoM, por lo que no son muchas las noticias que se han acumulado desde entonces.

El señor Enrique Marshall indica, en primer término, que el escenario externo mantiene un sello positivo, ya que las perspectivas de crecimiento global son sólidas para este año, a pesar de que persisten diferencias marcadas entre países y regiones. Coherente con ello, señala que los precios de las materias primas se mantienen en niveles elevados. Agrega que los mercados financieros internacionales siguen avanzando en su normalización, aun cuando continúan sensibles a noticias que ponen de relieve problemas aún no resueltos. En su opinión, en el corto plazo, un factor de preocupación es cómo se conducirá el proceso de normalización de la política monetaria en los países desarrollados, recalcando que los mercados financieros permanecen atentos a posibles reacciones prematuras, tardías o no sincronizadas.

En el frente interno, el señor Marshall coincide con que los efectos del terremoto concentran claramente la atención. En tal sentido, destaca que el reciente IPoM hizo una positiva contribución en orden a clarificar el escenario de mediano plazo y sus riesgos, razón por la cual fue bien recibido por la opinión pública y el mercado. Menciona que los mercados financieros han reaccionado con moderación a las noticias que se han sucedido y que el tipo de cambio se ha apreciado, pero que ello refleja, en parte, movimientos del dólar en el ámbito externo. Añade que los registros de actividad e inflación conocidos recientemente sorprendieron a la baja y que llamó particularmente la atención la reducida cifra de inflación de marzo.

El señor Consejero hace notar que se sabía de la dificultad de anticipar lo que ocurriría en los primeros meses después del terremoto. Al respecto, menciona que las proyecciones que se hicieron para el corto plazo contenían márgenes de error altos y que, por lo tanto, no parece prudente extraer conclusiones definitivas ni proyectar tendencias a partir de ellas. En lo fundamental, indica que las perspectivas de mediano plazo asociadas al escenario base se mantienen plenamente vigentes y que ello supone que los efectos del terremoto serán fundamentalmente transitorios.

A juicio del señor Marshall, el mercado comparte esta visión, lo que se refleja en sus proyecciones de crecimiento para este y el próximo año y se ha visto reafirmado en la encuesta de expectativas divulgada en esos días.

Refiriéndose a los lineamientos en materia de política fiscal que se han conocido hasta ahora, el Consejero señor Enrique Marshall estima que parecen bastante coherentes con los supuestos del escenario base, aun cuando es indudable que falta conocer detalles.

Plantea luego que el fuerte deterioro de los índices de confianza después del terremoto es algo explicable, pero que agrega incertidumbre sobre el comportamiento de la demanda del sector privado en los próximos meses. Sobre el particular, recuerda que el deterioro en el estado de ánimo de empresarios y consumidores con ocasión de la crisis financiera estuvo acompañado de una fuerte contracción del gasto interno.



Estima, asimismo, que el comportamiento del sistema financiero también requiere ser monitoreado con atención. Señala que si bien diversos indicadores han mostrado una gradual normalización de la actividad bancaria después de la crisis, los agregados de crédito se muestran todavía muy débiles y que, incluso, algunas partidas, expresadas en términos reales, muestran variaciones mes a mes negativas en lo más reciente. A su entender, este comportamiento respondería en parte importante a una contención de la demanda por parte de empresas y personas.

Por consideraciones de riesgo de crédito o de demanda de los clientes, es de opinión que la normalización de la actividad financiera podría debilitarse transitoriamente, lo que tendría implicancias para la conducción de la política monetaria.

El señor Enrique Marshall destaca luego que el mercado ha recogido bien los mensajes del último IPoM y ha ajustado con rapidez sus expectativas para la TPM, ubicándolas en línea con las orientaciones entregadas.

En suma, el señor Marshall señala que más allá de las sorpresas puntuales antes comentadas, el escenario central delineado en marzo se mantiene plenamente vigente y, por tanto, se reafirma la visión de que se está próximo al inicio del proceso de normalización de la política monetaria. Al respecto, plantea que se podría sugerir la conveniencia de iniciar prontamente este proceso de ajuste, incluso en la presente Reunión, para que este proceda gradualmente en el tiempo y los mercados puedan asimilar ordenadamente las nuevas condiciones monetarias. Sin embargo, estima que existen varios argumentos en favor de la idea de no innovar en esta ocasión y dejar más bien abierta la decisión sobre el mes preciso en el que se iniciaría el ciclo de ajuste: el primero de ellos, el grado de incertidumbre sobre los desarrollos de corto plazo, que aún es alto, por lo que iniciar el ciclo de alzas e interrumpirlo a medio camino generaría ruido y tendría costos; el segundo, que si bien las proyecciones de mediano plazo están bien asentadas y son ampliamente compartidas por el mercado, los datos duros de actividad e inflación parecen aún insuficientes para iniciar este proceso; y el tercero, que la magnitud del ajuste en el nivel de la TPM que habría que realizar antes de fines de año no es excesivamente grande y, por tanto, no resulta imperativo iniciar el ajuste en esta oportunidad.

Finalmente, considerando que el mercado no espera cambios en esta Reunión, el señor Marshall señala que no parece conveniente sorprenderlo con una decisión distinta.

Teniendo en cuenta estos argumentos, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta inclinarse por no innovar en esta Reunión y por dejar más bien abierta la decisión sobre el inicio del proceso de ajuste, todo ello en el entendido que el inicio del proceso de normalización está próximo.

En virtud de lo expuesto, el Consejero señor Marshall señala que su voto es por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50%.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, agradece, como siempre, el análisis del *staff* e indica que, a diferencia de otras oportunidades, en que la nueva información disponible es la que se ha acumulado desde la RPM anterior, en esta ocasión el punto de referencia es el reciente IPoM. Menciona que tal como señala la Minuta de Opciones, la información nueva es poca, es consistente con el escenario central de mediano plazo, pero que, a la vez no esclarece las incertidumbres y riesgos en torno a ese escenario central.



En consecuencia, declara hacer suyo todo el contenido de la Minuta de Opciones, agregando las siguientes precisiones: en primer término, que el grado de incertidumbre respecto del escenario de muy corto plazo es elevado, ya que aún no se cuenta con elementos que permitan evaluar mejor el impacto inmediato sobre precios y actividad del terremoto y maremoto del 27 de febrero; en segundo lugar, que también está la incertidumbre, entendible, de cómo la nueva autoridad fiscal encarará los desafíos del corto plazo post catástrofe. En ese contexto de incertidumbre, manifiesta creer que los costos de equivocarse una decisión en la presente Reunión son claramente desbalanceados, y que mantener la tasa cuando lo correcto hubiera sido subirla tiene costos muy inferiores a que esta se eleve cuando lo correcto hubiera sido mantenerla. Por eso, manifiesta que su decisión en esta oportunidad es de mantener la TPM en su nivel actual y que así votará.

Dicho eso, señala que hay dos aspectos comunicacionales que se deben encarar: uno menor y otro mayor. Indica que el primero, el menor, es precisar que el bajo registro de la inflación de marzo es un aspecto menor dentro de los considerandos, así como una sorpresa al alza de este mes de abril tampoco debiera ser fundamental para dirimir entre opciones alternativas de acción. Hace presente que lo relevante en este plano debiera ser, como siempre, la evaluación de mediano plazo prevista para la inflación. El aspecto comunicacional mayor, continúa, es que la principal decisión que se debe adoptar, no necesariamente en la presente Reunión, es cuándo iniciar el proceso de normalización de la política monetaria. Recalca que después de tanto tiempo sin alterar la tasa, el primer cambio que el Consejo introduzca será una noticia que trascenderá la decisión de un mes, por lo que el mensaje respecto del sesgo futuro de la política monetaria adquiere especial relevancia en esta oportunidad y requiere, además, especial delicadeza en el análisis. Desde esta perspectiva, cree conveniente innovar en el comunicado de este mes, con algún matiz marginalmente más *hawkish*. Agrega que aunque se mantiene un elevado grado de incertidumbre respecto del muy corto plazo, la moda estadística del escenario, tal como lo entiende, respecto de la primera alza, se ubica antes de que termine el trimestre.

En consecuencia, el Vicepresidente, señor Manuel Marfán, vota por mantener la tasa en su nivel actual, introduciendo un sesgo en el comunicado que dé cuenta de que la primera alza se ve más cercana en el tiempo que el mes pasado.

Para concluir con la votación, el Presidente, señor José De Gregorio, indica que el escenario macroeconómico sigue siendo altamente incierto. Señala que aunque la economía mundial se recupera pausada, pero sostenidamente, los riesgos del escenario internacional siguen latentes. Menciona que la situación actual de Grecia y la debilidad fiscal de otras economías europeas son el riesgo más significativo hoy día.

No obstante, en opinión del señor Presidente, el principal origen de la incertidumbre es interno y tiene que ver con la respuesta de la economía al terremoto y maremoto del 27 de febrero. Plantea que si bien se tiene suficiente información sobre el curso de la política fiscal, la reacción de los precios y la actividad al proceso de reconstrucción es aún incierta. Hace notar que una primera muestra de la volatilidad de las cifras se observó con un IPC en marzo que fue significativamente menor que el esperado por el mercado, pero que, no obstante, las estimaciones internas, así como el análisis desagregado del índice de precios, indican que las sorpresas son de carácter transitorio, tal como se esperaba que ocurrieran en caso de haberse observado una inflación alineada con las expectativas privadas. Por lo tanto, considera que esta información no afecta las tendencias de mediano plazo para la inflación.



Por otra parte, el señor José De Gregorio plantea que variables como las condiciones financieras, que siguen coherentes con el impulso dado por la política monetaria y las evaluaciones de los riesgos post terremoto, así como los determinantes de los costos, como son el caso de los salarios y el tipo de cambio, siguen trayectorias coherentes con las implícitas en nuestras proyecciones.

Dado lo anterior, recuerda que el escenario central del último IPoM, caracterizado por un aumento de la inflación hacia su rango meta, que incluso podría ubicarse en la parte superior de este rango por algunos meses, así como por una desaceleración de la actividad durante el primer semestre y una aceleración importante durante el segundo, sugiere que la política monetaria, en un escenario de alta expansividad, coherente con brechas de capacidad que aún son amplias y se irán cerrando paulatinamente, se deberá comenzar a normalizar en los meses venideros. Es por ello que considera razonable que las opciones deben ser la de mantener la TPM o comenzar el proceso de normalización. Sin embargo, manifiesta creer que en esta oportunidad, y a la espera de tener información que revele mejor las tendencias inflacionarias, la opción de subir la TPM es fácilmente descartable. Manifiesta que se deben seguir con atención los desarrollos en estos meses para poder aplicar la dosis de ajuste monetario adecuada, que no debilite el proceso de reconstrucción, pero que se anticipe a las presiones inflacionarias, por cuanto esto puede llevar a un proceso de ajuste monetario más intenso, en la medida que la política monetaria se pueda ir quedando atrasada.

Por ahora, resume, no ve argumentos sólidos para iniciar el proceso de normalización, por lo que su voto es por mantener la TPM en 0,5%.

Desde el punto de vista comunicacional, el señor Presidente no ve razones para incorporar en el comunicado aspectos que fueron ampliamente discutidos y difundidos en el último IPoM, ya que, de hecho, ellos ya fueron suficientemente sorprendidos para los mercados financieros. Agrega que en la medida que el escenario ahí contemplado es el que se considera más probable, intentos de agregar precisión podrían dar señales de desviaciones que, en esta ocasión, cree que no se justifican.

Dado todo lo anterior, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que su voto es por mantener la TPM en 0,5%.

153-01-100415 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual.

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 0,50% anual.

En el ámbito externo, la volatilidad en los mercados financieros ha tendido a disminuir a pesar de las turbulencias en algunas economías europeas. Los precios del cobre y del petróleo se han mantenido elevados. Las perspectivas de recuperación de la actividad global para este año siguen siendo favorables.



En el plano interno, la información disponible de actividad no es distinta de la contenida en el Informe de Política Monetaria reciente. En marzo, el IPC tuvo un aumento menor que el previsto por el mercado. Con todo, las expectativas privadas de inflación consideran que ello es un fenómeno transitorio. A plazos más largos, son congruentes con el escenario base del IPoM. Se estima que la lectura estadística precisa de los datos en el más corto plazo seguirá siendo compleja debido a las disrupciones provocadas por el terremoto.

El Consejo considera que el entorno macroeconómico y las expectativas privadas son congruentes con el escenario de normalización de la política monetaria contenido en el Informe reciente. Junto con ello, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:15 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SÉBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero





BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 154
celebrada el 13 de mayo de 2010

En Santiago de Chile, a 13 de mayo de 2010, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, con la asistencia del Vicepresidente, don Manuel Marfán Lewis, y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste también el señor:

Ministro de Hacienda,
don Felipe Larraín Bascuñán;

y los señores:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica,
don Luis Felipe Céspedes;
Gerente de Estabilidad Financiera;
don Luis Opazo Roco;
Gerente de Investigación Financiera,
Don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Erika Arraño González;
Asesora de la Presidencia,
doña Mariana García Schmidt; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.



El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 154, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de noviembre de 2010 para el día 16 de dicho mes.

Informa que el Ministro de Hacienda solo asistirá a la sesión de la tarde y, a continuación, da paso a la presentación del escenario externo, a cargo del Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann.

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición, señalando como hechos destacados las noticias de Europa, específicamente las dudas respecto de la viabilidad del ajuste fiscal en Grecia, así como los riesgos de contagio a otras economías de Europa, que han tensionado los mercados financieros. Frente a este escenario, informa que, de manera extraordinaria, la Comunidad Europea y el Fondo Monetario Internacional (FMI) han comprometido recursos por €750 billones, que el Banco Central Europeo (BCE) ha salido a comprar bonos soberanos, que se han reactivado los *swaps* de monedas de la Reserva Federal (FED) y que los países de la región han anunciado algunas medidas importantes de reducción de gasto en los últimos días.

El señor Sergio Lehmann destaca que si bien las medidas han llevado mayor tranquilidad a los mercados, persiste la incertidumbre y adquiere fuerza la necesidad de apurar un ajuste significativo para Europa. No obstante todos estos ruidos y turbulencias en los mercados financieros, indica que los indicadores de actividad han mantenido señales positivas, especialmente en EE.UU.

Respecto de Europa y del comportamiento de los mercados financieros, el señor Lehmann informa que las amortizaciones de la deuda griega están muy concentradas en los próximos tres a cuatro años, acumulando aproximadamente US\$ 70 billones. Agrega que el déficit fiscal en los países que se aprecian como más vulnerables, esto es, Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia, denominados PIIGS, es persistente, particularmente en el caso de Grecia y Portugal desde el año 2000 a la fecha, mientras que otros han mantenido déficits fiscales en general, pero que se han acrecentado durante los años 2008 y 2009. Señala también que se cuenta con proyecciones al respecto para el año 2010 – 2011, que mostrarían una reducción bastante tenue del déficit, al menos antes de las medidas anunciadas más recientemente, por lo que tal vez estas últimas podrían llevar a algún ajuste de alguna magnitud, dado el efecto que tendrá sobre el crecimiento en los próximos dos años.

Frente a este escenario, y tras alcanzar los premios por riesgo niveles inéditos para Europa occidental, el señor Lehmann señala que las medidas de la Comunidad Europea y del FMI han permitido reducirlos. Al respecto, comenta que los CDS *spreads* a 5 años de Grecia llegaron a casi 1.000 puntos base y los de Portugal e Islandia a cerca de 500 puntos base, mientras que en otras economías se observan comportamientos bastante planos. Hace notar también que los *spreads* respecto de los bonos alemanes han registrado una evolución parecida, con saltos muy importantes, especialmente hacia fines de la semana anterior, y caídas también bastante significativas tras los anuncios de medidas de apoyo para Europa.

El señor Sergio Lehmann indica que lo anterior también se refleja en los movimientos a través de toda la curva de *spreads* soberanos. Menciona que las curvas para Grecia, Portugal y España mostraron aumentos muy significativos hace dos semanas respecto de un mes atrás, dando cuenta justamente de las tensiones que se estaban registrando y las preocupaciones respecto de la debilidad del ajuste fiscal en Grecia. Hace presente que los *spreads* tendieron a subir algo más aún hace una semana y que si bien cayeron de manera también importante tras las medidas ya comentadas,



todavía se observan *spreads* en torno a 500 puntos base, que son, por cierto, niveles relativamente altos. Añade que comportamientos equivalentes o análogos se observan en Portugal y España.

El Gerente de Análisis Internacional señala que sobre la base de los CDS se puede leer cómo ha evolucionado la probabilidad de *default* implícita en el mercado a 1, 3, 5 años y hasta a 10 años. Destaca que esta llegó a su máximo el 7 de mayo último y que a 10 años está en torno a 40% en términos acumulados. Detalla, asimismo, que en el *peak* de las turbulencias, y derivado del aumento de los CDS que, como mencionó, llegaron en algún momento a 1.000 puntos base, esa probabilidad aumentó a casi 80% y que tras las medidas recientes de parte de la Comunidad Europea y el FMI tendieron a caer, ubicándose actualmente los a 10 años con una probabilidad de *default* en torno a 45%. Explica que esto se resuelve usando árboles binomiales, donde se van deduciendo las probabilidades implícitas de las posibilidades de un *default* a partir de las lecturas de los CDS, y que para ello se hace también un supuesto respecto de la tasa de recuperación del capital de parte del inversionista, la que, de acuerdo con el estándar que se encuentra en la literatura, es en torno a 40%.

En este contexto, informa que las paridades cambiarias tendieron a debilitarse, particularmente las monedas distintas del dólar. Destaca que este último tendió a fortalecerse producto del *flight to quality* y que en el caso del euro, si bien las medidas tendieron a frenar la caída que estaba mostrando sistemáticamente a partir de las últimas dos semanas, no han logrado recuperar su valor, porque todavía están pendientes las medidas de ajuste fiscal y, más bien, un reflejo más concreto de estas medidas en los números. En cuanto a las monedas emergentes, hace notar que han tenido un comportamiento parecido, también como consecuencia del *flight to quality*, ya que han caído de manera importante y han tendido a recuperarse en algún grado solo en los últimos dos días, a partir de las medidas adoptadas por la Comunidad Europea.

En coherencia con este escenario, el Gerente aludido señala que las tasas de interés a largo plazo han tendido a caer de manera significativa. Especifica que el bono a 10 años en EE.UU. ha caído casi 50 puntos base y que el bono a 2 años también lo ha hecho de manera importante. Agrega que en la Zona Euro se observa algo parecido, porque también ocurre un *flight to quality*, fundamentalmente hacia bonos alemanes.

Al proseguir, el señor Sergio Lehmann indica que los premios por liquidez han tendido a aumentar tanto en EE.UU. como en la Zona Euro, y con mayor acento en las operaciones a 12 meses, es decir, *spread Libor – OIS* a 12 meses. Comenta que el aumento se repite en la Zona Euro, y es básicamente una de las motivaciones que hay detrás de la acción de parte de la FED a través de los *swap* de moneda. Agrega que si bien los *spread Libor-OIS* han tendido a caer en algún grado, es bastante menor, pero que hay que destacar que, en promedio, estos deberían estar situados en torno a 20 puntos base, particularmente en el caso del *spread* a 3 meses. Señala también que los *spread* a 3 y a 1 mes no están particularmente desalineados de lo que son las referencias históricas.

El señor Lehmann hace presente a continuación que, producto de estas mayores turbulencias, ha vuelto a aplazarse el inicio de los aumentos de la tasa de política monetaria (TPM) en las economías desarrolladas. Al respecto, hace notar que la curva construida sobre la base de futuros de tasa de interés al 12 de mayo último, se ha desplazado de manera importante respecto de abril, particularmente en el caso de EE.UU. y el Reino Unido. En el caso de la Zona Euro, y dado que se está observando un desajuste importante de la TPM *versus* la tasa efectiva, explica que, utilizando contratos futuros de Eonia, se considera que el primer aumento de la tasa de instancia ocurrirá cuando la TPM y la tasa efectiva superan el nivel de 1%, hecho que se ha aplazado de forma importante, en torno a 6 meses.



El señor Lehmann reporta que otras economías, en tanto, han continuado o han iniciado ajustes de sus tasas de instancia, destacando particularmente los aumentos en Noruega, Australia, Brasil, India, y en Perú más recientemente. Hace notar la clara diferencia entre lo que están haciendo las economías emergentes y las economías desarrolladas, donde estas últimas están postergando los aumentos de la TPM, mientras que las economías emergentes o economías productoras de *commodities* están en un proceso de aumento de la tasa rectora.

El Gerente de Análisis Internacional menciona que detrás del fenómeno anterior se observa, en el caso de las economías desarrolladas, inflaciones bajas, por debajo de 1% para el año 2010 y sin grandes cambios respecto de las últimas Reuniones, e, incluso, marginalmente más bajas de lo que se registraba hace 3 meses, y que para el año 2011 también se proyectan niveles de inflación por debajo de 1%. En las economías emergentes, y en América Latina en particular, señala que se observan aumentos, lo mismo que en Asia en algún grado y algo parecido también en Europa del Este. Para el año 2011, indica que los ajustes son más pequeños.

Producto de estas mayores turbulencias o tensiones, informa que las bolsas han tendido a caer y que tuvieron caídas importantes hacia fines de la semana anterior, registrando alguna recuperación parcial tras las medidas anunciadas durante el fin de semana en Europa. Agrega que la volatilidad de los mercados bursátiles también ha aumentado de manera significativa, tanto en las economías desarrolladas como emergentes, alcanzando el VIX niveles en torno a 40%. Al respecto, destaca la situación de las economías desarrolladas, en que el VIX superó incluso el nivel de 40%, haciendo el alcance, en todo caso, que ese nivel no se compara con aquellos de casi 60% observados a fines del año 2008, pero que sí da cuenta claramente de una importante tensión en los mercados financieros. Agrega que en lo más reciente, la volatilidad en estas economías registró una caída en torno a 25%, producto de las medidas anunciadas.

En relación con los premios por riesgo soberano, el señor Sergio Lehmann destaca que si bien los mercados financieros se han tensionado de manera significativa, los aumentos experimentados por los premios han sido en algún grado acotados. De hecho, destaca que el EMBI de Chile prácticamente no se ha movido y que algo parecido ha ocurrido con los *spreads* de Asia, especialmente en Malasia, donde aparecen prácticamente inamovibles. Añade que en los casos de países de Europa emergente sí se advierte un aumento algo mayor, aunque también de manera acotada y en ningún caso comparable con lo que se observó durante los años 2008 -2009, y que Polonia y Turquía registran aumentos algo más significativos.

A continuación, el señor Lehmann se refiere a China. Al respecto, señala que la apuesta del mercado sobre la flexibilización cambiaria ha tendido a moderarse. En tal sentido, explica que hace un mes el mercado estaba previendo una apreciación del yuan y que hoy día esa percepción ha tendido a moderarse. Asimismo, y tal vez en coherencia con esta moderación percibida por el mercado, señala que las autoridades chinas han estado subiendo las tasas. Por último, hace alusión a los requerimientos de reservas de los grandes bancos y de los bancos chicos, destacando la peculiaridad de que las tasas de reservas para ambos grupos difieren en dos puntos, siendo más altas para los bancos grandes.

Al proseguir, el señor Sergio Lehmann destaca que la producción industrial, el mercado laboral y los indicadores de expectativas han continuado entregando señales positivas. En lo que dice relación con la producción industrial, menciona que las economías desarrolladas muestran aumentos en el margen y las economías emergentes, aumentos incluso más marcados, particularmente en el caso de China y en el resto de Asia. Agrega que la creación de empleo ha tendido a mostrar un avance algo más seguro,



en especial en EE.UU., y que las tasas de desempleo se muestran estables o marginalmente a la baja en algunas economías.

El Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere a continuación al cuadro que da cuenta del crecimiento mundial, elaborado sobre la base de información de bancos de inversión y de *Consensus Forecasts*. Hace la salvedad que los datos de este último tienen algún rezago y no incorporan las turbulencias más recientes, e indica que el escenario de crecimiento se mantiene relativamente estable, aunque algunos bancos de inversión han estado haciendo recientemente un ligero ajuste a la baja en Europa para el presente año, particularmente en las economías más vulnerables, como los PIIGS, destacando que en la Zona Euro, en general, ello se ve en algún grado mitigado porque la depreciación del euro podrá ayudar de alguna manera a la actividad de economías más grandes, como Alemania y Francia.

El señor Sergio Lehmann informa que para tener una sensibilidad algo más fundamentada respecto de cuánto podría implicar en materia de crecimiento la mantención de niveles de volatilidad elevados, la Gerencia a su cargo realizó un ejercicio utilizando un Var Bayesiano. Explica que lo que se hizo fue aplicar un *shock* de 10 puntos base al VIX, llevándolo de 20 a 30% y manteniéndolo sistemáticamente en torno a 30%, que no es muy distinto, de hecho, de los niveles de volatilidad observados hacia fines de la semana anterior. Señala que lo que se recoge de ese ejercicio es que el crecimiento de los socios comerciales se reduciría en torno a medio punto respecto del escenario base que se tiene en el IPoM; que en ese mismo escenario se tiene un aumento del EMBIG, que de hecho ha sido tal vez algo más moderado que lo que estos modelos sugerirían, porque hay una mirada quizás algo más tranquilizadora respecto de lo que está ocurriendo en las economías emergentes, particularmente en América Latina, producto de que esto se ha centrado fundamentalmente en Europa y en economías desarrolladas.

Continuando con su exposición, el señor Sergio Lehmann indica que la inflación ha tendido a caer, lo mismo que los precios de los *commodities*. Entre estos últimos, menciona que el precio del cobre ha caído en torno a 10% durante el último mes y que en el caso del petróleo, su precio también ha disminuido en una magnitud prácticamente equivalente. La excepción a este comportamiento la han constituido los granos, ya que han estado afectados fundamentalmente por factores de oferta y de clima en EE.UU., como también el oro, respecto del cual se plantea como hipótesis que en situaciones de mayor incertidumbre, al menos una parte del mercado se refugia en este metal. En términos agregados, señala que el índice de metales ha caído en torno a 12%, el de energía alrededor de 7%, mientras que el de los cereales ha subido 1% durante el último mes, algo mitigado por otros granos.

El señor Lehmann, con el fin de tener una perspectiva en el tiempo sobre el comportamiento que han tenido los precios de los *commodities*, comenta que los últimos datos dan cuenta de una caída importante, acercándose a los niveles observados a principios de año, y con una recuperación marginal hacia los últimos días, como resultado de las medidas adoptadas por la Comunidad Europea y el FMI. Reitera que el oro y los granos son la excepción, ya que exhiben una evolución bastante estable.

El señor Presidente agradece la exposición del señor Sergio Lehmann y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta qué evidencia se tiene de que el *flight to quality* distingue entre clases de activos, entre países u otros. En su opinión, ello es importante para saber en qué medida la situación griega podría contaminar a muchos tipos de activos *versus* una situación que se mantuviera relativamente acotada en Europa, en ciertos bonos soberanos u otros, y que pudiera



hasta favorecer los flujos de capitales y los precios de los activos en otros países en desarrollo, pero con mejores fundamentales. Dado eso, consulta cuál es la evidencia que se puede recoger respecto de la diferenciación en la evolución del dólar, de las bolsas, de los *spreads* o de los CDS. Indica que si se observa el caso de Chile, los movimientos del dólar y de la bolsa parecen más bien acotados, y señala que desconoce si una visión general sugiere que ello es así.

El señor Sergio Lehmann señala que en cuanto a las economías de América Latina, al menos, hay un movimiento de EMBI que es bastante marginal, y que si bien existe, porque hay un *flight to quality* que muchas veces lleva a comprometer activos de economías emergentes, es bastante marginal y particularmente débil en aquellas economías donde el comportamiento ha sido especialmente más disciplinado entre comillas. Destaca que en algunas economías de Europa, incluyendo Turquía, se observa un aumento del EMBI algo más significativo. Agrega que en materia de flujos de capitales, se observa que tiene un rezago, por lo que quizás no captura del todo bien las turbulencias de fines de la semana anterior. Al respecto, informa que se ve una moderación en la entrada de capitales y, en cierto grado, una salida durante la última semana, que no es significativa en términos de monto y en ningún caso comparable con lo observado a fines del 2008 y principios del 2009, probablemente porque la situación es distinta de la prevaleciente entonces. Para resumir, manifiesta que hay un comportamiento claramente más moderado en esta coyuntura particular, donde las tensiones están más bien circunscritas a Europa.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, señala que también es útil observar la magnitud del *flight to quality*, porque si bien las tasas largas en EE.UU. bajaron, hoy día están en niveles que son similares a las registradas el año pasado. Comenta que no habido una estampida hacia las tasas largas y que los niveles actuales de 3,5% a 10 años no parecen ser extraordinariamente bajos. Manifiesta que en Europa la situación es algo distinta, porque allí se ve que la reducción es más intensa respecto de lo observado el año pasado y eso, obviamente, muestra que el *flight to quality* es algo diferenciado entre Europa y EE.UU.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, señala que el apoyo masivo a las deudas soberanas de los países de la Unión Europea debiera provocar una reducción en el *spread* de la deuda soberana de los países macro, estimando que ese es el problema principal de Grecia. Sostiene que en otros países, en tanto, parte importante del problema es la debilidad de sus bancos y de su sistema financiero interno, haciendo notar que no hay suficiente información sobre la capacidad que tendría el Banco Central Europeo, o sus sucursales nacionales, para eventualmente enfrentar una crisis de liquidez. A título de ejemplo, menciona que un eventual problema en alguna caja de ahorro importante de España podría provocar, dada la situación de ese país, un problema de ruptura de la cadena de pagos que puede afectar, incluso, a bancos propiamente tales, por el grado de interdependencia que hay en esta relación, porque son mega bancos y, por lo tanto, el capital que tienen no está respaldando solo por depósitos, sino que el mismo capital respalda muchas otras operaciones que realizan en su calidad de intermediarios financieros distintos de la banca. Dado eso, declara desconocer si el hecho de que la probabilidad de *default* de las deudas soberanas se haya reducido implica que la posibilidad de una crisis financiera todavía esté latente. Plantea que es un tema mayormente de estabilidad financiera, pero que en tanto los temas de estabilidad financiera afectan el escenario internacional cuando son de magnitud relevante, dan pistas respecto de cuál es el escenario alternativo, de cuáles debieran ser las monedas o los activos refugio, citando que probablemente sea la deuda soberana de Alemania y todo lo que esa economía avale, y no los activos en pesos chilenos. En razón de lo expuesto, manifiesta tener la impresión que en el análisis del escenario internacional se deberían considerar elementos que vayan más allá del puro y simple análisis de las deudas soberanas, porque esas, desde el momento en que hay respaldos colectivos, no están



reflejando necesariamente el riesgo país, porque hay una garantía, un seguro internacional.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, señala que la sana respuesta de política a la crisis europea tiene que ser una caída en la demanda interna europea por los ajustes fiscales y, por lo tanto, menor crecimiento, lo que todavía no se ve recogido en las cifras, pero que se estima que serán varias décimas menos para Europa, tanto en el año 2010 como en el 2011.

El Presidente, señor José De Gregorio, manifiesta concordar con lo comentado por el señor Manuel Marfán, en cuanto a que hay un escenario de turbulencia e incertidumbre financiera que no está resuelto. Por otra parte, desde el punto de vista de los mercados, señala que si bien la caída en los CDS de los bancos grandes de las economías afectadas ha sido bastante significativa post ajuste y post fin de semana, hay, sin duda, una incertidumbre por dónde puede explotar esto, no solo fiscalmente y no solo porque hay deudas respaldadas, sino por la incidencia que pueda tener sobre el sistema financiero europeo.

El Gerente de División Política Financiera se refiere al anuncio del último fin de semana sobre un gran paquete de *bail out* bancario en el sector privado de Europa, que otorga liquidez directa e indirectamente a los mercados de bonos más afectados y que a través de dicha vía infla los precios y así respalda a los bancos que por la exposición a esos bonos estaban arriesgando o perdiendo dinero. Luego, señala que hay que ser cuidadosos al leer la mejor evolución de los precios de los bonos, particularmente de Portugal, Grecia, Irlanda, porque los reportes disponibles indican que el BCE está saliendo activamente a comprarlos, cuando, en realidad, lo que ocurre es que el problema de fondo es probablemente de solvencia en algunos casos, que se está abordando con los anuncios adicionales. En ese sentido, señala que lo que hizo España probablemente es más relevante en términos del anuncio de recorte fiscal para solucionar un problema de déficit, que lo que ha hecho la Comisión o el BCE, ya que este solo ha dado una solución transitoria a un problema de mediano plazo. En su opinión, los anuncios más importantes en adelante van a provenir de Irlanda e Italia, y que será también muy importante la forma como se vaya configurando el nuevo mapa de responsabilidad fiscal en la Zona Euro. Al respecto, menciona que el día anterior, el comisionado europeo anunció un esquema en que los países tendrán que presentar su presupuesto anual ante el Parlamento europeo. A su juicio, ahí se estaría comenzando a configurar una alternativa al Tratado de Maastricht, que es donde hay una salida al problema más a mediano plazo, porque lo otro, en buena medida, solo estaría calmando los mercados y a la banca, pero no solucionando alguno de los problemas de fondo.

El Gerente de Estabilidad Financiera, señor Luis Opazo, agrega que yendo más en detalle hacia las implicancias de este paquete financiero sobre la viabilidad o sustentabilidad de la banca europea, resulta muy difícil hacer un *statement* claro respecto de la suficiencia de este paquete, considerando el nivel de información disponible. En ese sentido, sostiene que subsiste un escenario de riesgo que debe ser monitoreado con bastante atención y que, de hecho, algunas variables que ha monitoreado la Gerencia a su cargo, como los depósitos en las facilidades del BCE, muestran que hay una acumulación de liquidez que se compara a periodos como el 2008 o más conflictivos aún.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que cuesta pensar que al final no vaya a haber una reestructuración de la deuda en alguna economía. Comparte lo expresado anteriormente, en cuanto a que la compresión de los *spreads* sobre el bono alemán afecta en parte la compra neta de bonos muy riesgosos, la que van a esterilizar con venta neta de bonos. Agrega que es muy difícil pensar que los ajustes fiscales pueden ser de ese tamaño, por lo que tal vez la pregunta es en qué medida la banca tiene incorporada hoy día una reestructuración importante del menor valor de sus activos o su



recuperación patrimonial, o si acaso la caída en su riesgo está reflejando que efectivamente no hubo problemas de solvencia.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, comenta el anuncio del contundente plan de ajuste fiscal en España que, entre otros, congela los reajustes de pensiones y reduce los beneficios a las mujeres que trabajan y tienen niños. Al respecto, señala estar seguro que ninguno de los grupos que está de contraparte de esas medidas se siente responsable de los problemas en que están comprometidos y que, por lo tanto, no tienen claro por qué tienen que pagar la cuenta. Cita el caso de los disturbios que hubo en Grecia que, en su opinión, no fueron tan graves, porque allí no estaba tan claro cuáles eran las medidas que tenían que adoptar y quién era el que pagaba la cuenta, pero que sí tiene la impresión que puede haber un problema de interrupción social y política, que puede afectar, de alguna manera, la viabilidad y la legitimidad de los anuncios que, a su juicio, son técnicamente correctos. Agrega que en Alemania también reina la sensación de por qué razón hay que pagar la indisciplina de otros, ya que ello forma parte de lo que la Canciller de ese país, Angela Merkel, expresaba con su negativa y conservadurismo anterior. Dado lo anterior, expresa que podría haber algún elemento posterior a los anuncios que puedan afectar la credibilidad de su puesta en marcha.

Como antecedente, el Consejero señor Rodrigo Vergara cita una encuesta que arrojó que el 65% de los españoles rechazaron tales anuncios.

El señor Presidente agradece los comentarios y concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, para que presente el escenario interno.

El señor Claudio Soto comienza su exposición, reportando brevemente sobre el impacto en el mercado financiero local de las turbulencias financieras externas, los anuncios de actividad y las reacciones luego de la publicación de la minuta de la RPM pasada.

En primer término, señala que los efectos de la situación griega en los premios por riesgo en Chile fueron acotados y que estos en ningún caso son comparables con los observados en medio de la crisis financiera. Agrega que el *spread prime-swap*, que es una medida de riesgo más bien local y que corresponde a la diferencia entre captación y colocación doméstica, tampoco fue afectado de forma relevante, situación que se repite con las tasas de largo plazo. Respecto de estas últimas, destaca que la publicación de la minuta de la RPM de abril sí generó un cierto impacto al alza en las tasas de los BCP-10, en tanto la de los BCU-10 experimentó una leve caída como consecuencia de la publicación del dato del Imacec. En todo caso, recalca que los movimientos fueron muy acotados.

Desde una perspectiva más histórica, comenta que se produjo un empinamiento en las tasas *swap* producto de la publicación de la minuta precitada, mientras que la pendiente de las curvas nominales ha seguido cayendo, de acuerdo con la tendencia que se ha venido observando desde hace algunas semanas.

El señor Claudio Soto menciona también que el tipo de cambio ha exhibido un grado de volatilidad mayor y no ha tenido una dirección clara respecto de la RPM pasada. Hace notar que luego del anuncio del paquete de financiamiento del día 23 de abril, se produjo una pequeña apreciación de la moneda, pero que, en general, esta se ha mantenido más bien estable en términos multilaterales.

El señor Soto agrega que la bolsa local cayó en el mismo momento que las bolsas internacionales, pero que, comparada con las latinoamericanas o con las bolsas mundiales en general, su movimiento no solo fue mucho más reducido, sino que dentro de



la región tuvo algún grado de diferenciación mayor, ya que la caída fue claramente acotada y, en términos relativos, la bolsa local subió.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue con su exposición habitual, refiriéndose, en primer lugar, a la actividad. Al respecto, informa que los primeros datos de actividad más duros con posterioridad al terremoto, dan cuenta de un impacto sin precedentes en la actividad de marzo, con una caída de casi 3 puntos en la variación del Imacec año a año y de -6,6% mes a mes. A nivel sectorial, señala que las caídas estuvieron concentradas en industria y en algunos servicios que Cuentas Nacionales imputa como servicios de vivienda y de educación, así como también en una parte del agro, vinculada justamente con la industria de celulosa, y en la silvicultura; en tanto que a nivel regional, la caída de la industria se centró en las regiones afectadas por el terremoto, en especial en la del Región Bío Bío, mientras que en la Región Metropolitana creció. A nivel de productos, indica que las caídas estuvieron muy concentradas en combustibles, papel y celulosa, y harina de pescado, mientras que el crecimiento del hierro y acero constituyó una sorpresa, aumentando más que lo esperado. Por el contrario, menciona que se esperaba que la línea de producción de estructuras de hierro aumentaran rápidamente porque venían recuperándose muy fuerte desde la crisis. Sin embargo, en definitiva, crecieron en las regiones no afectadas por el terremoto y cayeron en aquellas donde ocurrió la catástrofe.

Con todo, hace presente que los datos más recientes de abril y mayo dan cuenta de una recuperación en la industria, explicada fundamentalmente por la fuerte alza de los despachos de cemento de abril, por las exportaciones industriales y las expectativas de los empresarios en el sector industrial, que se habían ajustado significativamente a la baja con el terremoto y han tendido a rebotar, ubicándose la mayoría en la parte optimista. No obstante, comenta que se sigue percibiendo que los inventarios están muy por debajo de lo óptimo, lo que era esperable de alguna manera y seguirá igual por un tiempo.

Respecto del comercio, señala que, contrariamente a lo que se pensaba, este sector siguió bastante dinámico, a pesar de las disrupciones que se produjeron durante las primeras semanas posteriores al terremoto. A modo de ejemplo, cita que el dato dado a conocer por la ANAC el día anterior sobre las ventas de autos, da cuenta de un nuevo repunte, además de estar registrando tasas de crecimiento históricamente muy elevadas, de casi 100%. Destaca también que las expectativas y las percepciones de los empresarios en el sector comercial, que se vio muy afectada en marzo por el terremoto, se recuperó rápidamente en abril y la mayoría se encuentra nuevamente en un terreno optimista.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comenta el alza en las ventas de autos, la que se debería fundamentalmente a una base de comparación muy baja y las habría llevado a un nivel que no supera al registrado en el año 2008. Sobre el particular, el señor Claudio Soto explica que el nivel de la punta es desestacionalizado y está efectivamente en el nivel récord de 2008, mientras que el primer trimestre estuvo afectado por el dato de marzo, que fue algo más bajo.

El señor Claudio Soto prosigue con el reporte sectorial, informando que el nivel de producción minera está por debajo de lo anticipado y también de los niveles históricos, explicado por Minera Escondida, la que está produciendo menos que lo esperado de acuerdo con sus programas de producción. Hace presente que para los próximos meses se ha incorporado la información de Collahuasi, que es relevante y tendrá algún impacto en la actividad minera por lo menos en mayo y en el segundo trimestre, en general. Señala que también se está cambiando levemente la proyección del escenario que se había construido sobre la base de los planes de producción de Minera



Escondida a uno más pesimista, como consecuencia del paro que la afectó durante una semana.

Respecto de los indicadores de consumo, el Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que este se ha mantenido muy dinámico, a pesar del terremoto, y que las mejores expectativas incidieron positivamente en el dato de abril. Destaca que las importaciones crecieron significativamente durante las primeras semanas posteriores al terremoto y que luego tendieron a normalizarse, pero que, de todas maneras, exhiben una tendencia creciente. Al respecto, detalla que algunos antecedentes muestran que parte del aumento de las importaciones es por sustitución, esto es, que parte de la menor producción nacional se sustituyó por mayores importaciones.

El señor Claudio Soto señala a continuación que las expectativas de inversión son auspiciosas. Informa que se cuenta con un catastro de la CBC, que se levantó en enero, febrero y marzo, que indica que hay una corrección al alza en los proyectos de inversión para el quinquenio, fundamentalmente por lo que está aconteciendo en minería. Reporta también una corrección a la baja en los proyectos de obras públicas, especialmente en las regiones afectadas por el terremoto, mencionando que los antecedentes disponibles estarían indicando un grado de sustitución de los proyectos contemplados antes de la catástrofe y que ahora salen del catastro porque figuran postergados en los planes de reconstrucción. En cuanto a las importaciones de bienes de capital, en tanto, comenta que están creciendo de manera significativa y que, de hecho, la cifra nominal de la primera semana de mayo estuvo muy por sobre lo considerado en las proyecciones.

En relación con la situación fiscal, el señor Soto indica que el dato hasta abril da cuenta de que los ingresos fiscales están creciendo significativamente, impulsados por el mayor precio del cobre, y que, de hecho, el balance global hoy día estaría en 0%, es decir, el déficit sería de cero en el margen, dado lo que está sucediendo con los ingresos de este metal. Al respecto, informa que el gasto total como porcentaje del PIB, tanto en términos nominales como reales, está en niveles históricos y que el ingreso total como porcentaje del PIB muestra una recuperación luego de haber caído a raíz de la crisis.

En cuanto a las perspectivas, el Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que la generación eléctrica ha continuado recuperándose, pero sigue bajo el nivel exhibido antes del terremoto. Explica que para las proyecciones se está analizando la trayectoria de la industria, que fue el sector más afectado por la crisis, y que la proyección tiene implícita una recuperación gradual de este sector, que alcanzaría los niveles previos al terremoto aproximadamente en julio.

Sobre la base de lo anterior, el señor Soto informa que la proyección del PIB se está corrigiendo a la baja. Detalla que con los Imacec hasta marzo, el crecimiento para el primer trimestre sería de 1,2% y que con antecedentes preliminares de Cuentas Nacionales podría ser algo más bajo, de solo 1%. Plantea que la corrección más fuerte se producirá en el segundo trimestre, dado que el crecimiento de la industria está más bajo que lo previsto y su recuperación también se advierte algo más lenta, porque el sector minería también se corrige fuerte a la baja.

El Consejero señor Rodrigo Vergara plantea que, dado este escenario, será difícil llegar a un crecimiento del PIB de 4% este año y que para lograrlo este tendría que ser de 7% en el último trimestre del año. El señor Claudio Soto responde que podría llegar a 4%, *versus* el 4,8% del último IPoM, porque la velocidad del tercer trimestre sería muy alta. Indica que no es difícil pensar que efectivamente sea de 7% en el último trimestre, debido a que el crecimiento se corrige muy fuerte en el segundo trimestre.



El señor Soto señala que más allá de las proyecciones de PIB, que se han corregido a la baja, resulta importante destacar que los datos de demanda al cierre del primer trimestre indican que el consumo sigue muy dinámico, lo mismo que la inversión, en especial las importaciones de maquinarias y equipos, por lo que la demanda podría crecer algo menos de 20% en el tercer trimestre. Respecto de la variación de existencias a PIB, indica que en el primer trimestre habría habido una desacumulación de existencias, dado que la demanda estuvo dinámica y no hubo producción, estimándose que debieran recuperarse hacia el segundo trimestre.

Al proseguir con su exposición, el señor Claudio Soto destaca que lo que está sucediendo con las importaciones, que han aumentado para sustituir, en parte, la menor producción doméstica y, en parte, por la mayor inversión requerida para los programas de reconstrucción, implicará un deterioro de la cuenta corriente. Informa que la Gerencia a su cargo tiene una estimación bastante gruesa de la cuenta corriente a precios de tendencia, aclarando que no es la que se hace habitualmente para el IPoM, porque esa es anual y esta es con frecuencia trimestral. Explica que lo que se hizo fue pivotear la cuenta corriente a precios constantes con la estimación de la cuenta corriente a precios de tendencia de fines de 2009, obteniendo una cuenta corriente que podría estar en -8% hacia el tercer trimestre.

El señor Soto informa luego que en el primer trimestre, el promedio móvil de la cuenta corriente habría llegado a 2,8%, que incluye parte de los pagos por reaseguros del terremoto por un monto de US\$800 millones, ya que una fracción de estos entraría en la parte de transferencias de la cuenta corriente. Agrega que a partir de entonces no hay más flujos en la parte de transferencias.

El Gerente de División Estadísticas, señor Ricardo Vicuña, señala que la estimación de la Superintendencia de Valores y Seguros fluctúa entre US\$5.000 y US\$8.000 millones y que para efectos de la balanza de pagos se optó por una cifra más conservadora. Precisa que se está asumiendo un devengado de US\$5.000 millones, con US\$800 millones en la cuenta corriente y los otros US\$4.200 millones en la cuenta de transferencia.

En relación con el Imacec, el señor Claudio Soto menciona que las velocidades de 20% comentadas son coherentes con la trayectoria de este índice, que es inferior a la estimada en la RPM pasada. Añade que el Imacec de abril sería de 0% y recuperaría el nivel anterior al terremoto en junio próximo.

Refiriéndose al mercado laboral, el Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que cuenta con la serie histórica antigua y la nueva serie referencial del empleo y que las cifras que va a comentar no están desestacionalizadas. Hecha esa salvedad, señala que en el 2009 hubo una recuperación muy importante en el empleo. Indica que la encuesta nueva arroja que los ocupados crecieron significativamente hasta comienzos de este año, que el número de desocupados lo hizo paulatinamente, y que la fuerza de trabajo registró también un fuerte aumento. Añade que la tasa de participación creció bastante y llevó a un paulatino decrecimiento de la tasa de desempleo, y que en los últimos meses se ha observado un cierto estancamiento en la creación de empleos. Señala que al revisar los componentes de esta variable, se observa que ha habido un cierto retroceso en el número de trabajadores por cuenta propia, considerando que había crecido significativamente a comienzos de la crisis.

Respecto de los salarios, el señor Claudio Soto indica que el último dato de marzo no mostró variación en los CMO y que el IREM tuvo, de hecho, una variación levemente negativa, por lo que la tasa de crecimiento de los salarios reales se mantiene más bien estable, algo por debajo de 3%.



El IPC, continúa, fue de 0,5%, con variaciones algo menores en el IPCX y en el IPCX1 respecto de lo proyectado. Sobre el particular, menciona que se tienen cuatro sorpresas relevantes, la primera en alimentos, ya que se había previsto un aumento en los precios de los alimentos X1, pero crecieron en menor magnitud de lo esperado. Indica que la segunda sorpresa provino del precio del vestuario, ya que se esperaba que registrara un cierto aumento, pero ha seguido cayendo. Señala que la tercera se refiere a educación, comentando no solo que ha sorprendido sistemáticamente a la baja, sino que hay un tema muy específico respecto de un cambio metodológico que introdujo el INE y que utilizó para imputar los precios de educación en las regiones afectadas por el terremoto. Plantea que parte de la sorpresa en educación y en el X1 se compensó por los precios de combustibles, que también sorprendieron y fueron mayores que lo anticipado.

El señor Claudio Soto destaca luego que los seguimientos de precios sugieren disminuciones adicionales en frutas y verduras, a pesar de la estacionalidad. Manifiesta que la proyección se está alimentando con precios de combustibles, que son algo más elevados que los de la RPM pasada, con un tipo de cambio bastante similar al considerado entonces, con precios de perecibles que tienen una trayectoria más baja que en la RPM de abril, y que a ello se están agregando \$40 adicionales de la tarifa del Transantiago respecto de lo que se tenía en abril. Sobre esta tarifa, hace presente que la Gerencia a su cargo tiene dos fuentes de información para efectuar el seguimiento correspondiente: la primera, es el precio que da el polinomio que está siguiendo la autoridad en estos momentos; la segunda, es el juicio del panel, que tiene la capacidad de ajustar la tarifa al alza o a la baja. Señala que, adicionalmente, hay información que ha sido recogida por la prensa. Hace presente que sobre esa base, se tiene para la tarifa del Transantiago un aumento de \$80 aproximadamente desde que empezaron las alzas hasta fines de este año, de los cuales ya ha habido \$30 de aumento, por lo que quedarían \$50 de alza por delante, que es \$40 más que lo contemplado en la RPM pasada.

Dado lo anterior, el señor Soto informa que la proyección de inflación del IPC a septiembre se corrige 0,4% a la baja, debido, en gran parte, a la medida que suspende la aplicación del impuesto de timbres y estampillas que debía ocurrir en julio, incluida en el paquete de financiamiento anunciado por el Fisco, lo que se compensa parcialmente por la incidencia que tiene el impuesto al tabaco y por el nuevo supuesto para el Transantiago. De esta forma, plantea que la inflación estaría algo por sobre la meta en agosto, en septiembre sería de 3% y en octubre, de 3,3%, con una inflación del IPCX1 algo más rezagada. Agrega que para mayo se está proyectando un IPC del 0,4%, más bien en línea con lo que proyecta hoy el mercado.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta si el IPC de agosto y septiembre considera el Transantiago y el impuesto al tabaco, a lo cual el señor Claudio Soto responde que hay elementos estacionales que considerar, por ejemplo, el aumento de los pasajes de buses y una serie de alimentos que suben en esa fecha. Añade que en la parte del X se tienen los impuestos más algunas tarifas y que para llegar finalmente al IPC, se tiene también la trayectoria de combustibles, que considera algo más de inflación en adelante. Luego, respondiendo otra consulta del señor Rodrigo Vergara, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico informa que el alza de \$10 de la tarifa del Transantiago significa una décima o algo menos de mayor inflación.

Respecto de la trayectoria de la inflación, el señor Soto señala que en el escenario de proyecciones se observa una velocidad levemente por debajo de la contemplada en la RPM pasada, si bien con una velocidad del IPCX1 acelerándose en los próximos meses. Agrega que la mayor incidencia en el aumento del IPC la tendrían los combustibles, los alimentos y los componentes resto, y que la proyección del Banco se ubica en línea con proyecciones alternativas que se obtienen de una serie de modelos de series de tiempo.



El Gerente de Análisis Macroeconómico, refiriéndose al mercado de créditos, indica que las tasas de colocación se han mantenido bajas y estables, y que los antecedentes de abril dan cuenta de un fuerte aumento en las colocaciones de consumo nominales, no así en las de comercio exterior, que experimentaron una caída ese mes.

En relación con los agregados monetarios, destaca que el M1 sigue creciendo a tasas elevadas, aunque por debajo de lo explicado por los fundamentales.

El señor Soto indica a continuación que las proyecciones para el crecimiento este año no se corrigieron y siguen estando en 4,5%, a pesar del dato más negativo del Imacec de marzo, y que sí lo hicieron levemente al alza para el 2011.

En cuanto a las expectativas de inflación, informa que a un año están algo por sobre 3%, que a dos años están ancladas en 3% y que las compensaciones 1 en 1 swap han tendido a caer hasta 3%.

El señor Claudio Soto hace presente también que las medidas de incertidumbre que se pueden inferir a partir de la Encuesta de Expectativas Económicas aplicada para cada uno de los primeros cinco meses del presente año, dan cuenta que persisten niveles altos de incertidumbre, pero mucho menores que los observados en marzo, cuando existían muchas dudas respecto de los efectos del terremoto sobre la actividad. Destaca que la incertidumbre sobre la inflación a fin de año se ha ido concentrando y que la proyección está cada vez más alineada con una perspectiva de 3,5% para la inflación de aquí a entonces.

Para finalizar, el señor Soto informa que parte del mercado espera que el Consejo acuerde un alza en la TPM de 25 puntos base en esta Reunión, lo que se desprende de la Encuesta de Expectativas Económicas y también de la encuesta de Bloomberg.

Al respecto, el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, comenta que lo mismo arroja la encuesta de operadores financieros y destaca que llama la atención que quienes responden que habrá un alza en la tasa de interés son los representantes de las instituciones que generalmente transan los swaps y que son quienes marcan la tendencia más empinada, sobre todo después de la publicación de la minuta de la última RPM. El señor Claudio Soto indica que la *forward* actual precisamente recoge lo planteado por el señor de Ramón, ya que está más empinada respecto de la RPM de abril, justamente por lo que ocurrió con las tasas swap después de la minuta, que llevó a que la curva se empinara otro poco.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación del señor Claudio Soto y comenta, a continuación, que la actividad va a ser más baja este año, pero con una demanda mucho mayor y concentrada, sacando minería, en el sector industrial, lo que da cuenta de un efecto muy severo por el lado de las disrupciones, de la brecha efectiva. Agrega que, en el fondo, la demanda crece con más fuerza pero, en lugar que parte de ella se traduzca en actividad doméstica, aumentan las importaciones, porque no hay capacidad doméstica, en particular en el sector industrial, al menos en estos trimestres. Hace presente que lo anterior se puede desprender de los datos de actividad y que, por lo tanto, con los datos disponibles hasta hoy, muy probablemente el crecimiento será cercano a 4%, como resultado de disrupciones mucho mayores en la actividad industrial, como resultado del terremoto, con una demanda creciendo muy fuerte —lo cual también tiene un componente en los ingresos—, que revelaría que el impacto sobre la actividad es más bien de carácter transitorio y no debería comprometer lo que va a pasar el próximo año, sino que lo contrario.



El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que ha intentado interpretar lo ocurrido con las importaciones y cuánto de ello es el resultado del terremoto. Al respecto, señala que habría alguna evidencia casuística de que las empresas han tenido que recurrir a importaciones para mantener su abastecimiento en el mercado local. Luego, consulta si se dispone de antecedentes respecto de la menor recaudación tributaria y evasión de IVA informada por la prensa, en cuanto a si responde a algo puntual o más estructural y si tiene relación con el terremoto. El señor Soto responde que eso es un comentario más estructural, ya que la prensa se refería a que la evasión viene ocurriendo desde hace unos años y que lo se pretende es tomar medidas para revertir esa tendencia. El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda, agrega que esa situación se presentó de manera significativa en los años de la crisis, en que la recaudación disminuyó, en especial por el lado del IVA.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, comenta que el dinamismo de la demanda es el reflejo de lo que ya ha acontecido, esto es, que la demanda interna está creciendo en torno a 20% ya por dos trimestres, en el cuarto trimestre del 2009 y el primero del presente año. Señala que se ha supuesto que sigue creciendo, en términos de velocidad trimestre contra trimestre, también a una velocidad del orden de 20% en el segundo trimestre y que baja a 7% en el tercero, reflejando justamente que hay una especie de *bunching* de corto plazo producto del efecto del terremoto en maquinarias y equipos y en importaciones de consumo. De todas formas, indica que son cifras que en el año posiblemente lleven a revisar la proyección de demanda varios puntos al alza respecto del último IPoM.

El Consejero señor Sebastián Claro señala, en primer término, que en relación con el análisis sobre actividad, le llama la atención que el Banco la haya corregido respecto del IPoM más significativamente que los privados, por lo que solicita que se profundice sobre la materia. En segundo lugar, y en relación con la FLAP, los Repo y el impacto de la crisis griega en los mercados financieros domésticos, comenta que la FLAP ha caído de manera importante, pero que, al mismo tiempo, los bancos han estado viniendo a los Repo en una cantidad significativa, pero que no compensa completamente la dimensión de la FLAP. Al respecto, consulta cómo se interpreta lo anterior y si acaso es reflejo de que hay un problema en el *unwinding* de la FLAP, que requiere este manejo de liquidez de corto plazo, o si efectivamente obedece a que los bancos han estado demandando más liquidez a través de los Repo, lo se podría leer como algo más estructural o asociado a la crisis. Indica que efectúa este planteamiento porque en la exposición se afirmó que la crisis griega se reflejó en un leve aumento del precio por riesgo en Chile y porque si bien la mayoría de las mediciones en Chile son bastante marginales y lo confirman, el *spread prime-swap* un poco más largo aumentó a niveles cercanos a 100 puntos base, alza que no deja de ser significativa y que puede estar reflejando algo que requiere un análisis.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, comparte lo planteado por el señor Claro, manifestando que podrían haber muchas otras explicaciones para lo mismos movimientos de los indicadores de riesgo frente a la crisis griega. Asimismo, coincide con que el inminente fin de la FLAP puede estar afectando los mercados que están viniendo por liquidez. A propósito de eso, y específicamente acerca de cómo podría afectar la crisis griega a Chile, señala que usaría otro indicador, que es aprovechar que el Banco Santander Chile emitió un bono que se transa internacionalmente, para ver cuál es el *spread* de ese bono y ver si se correlaciona con la tasa de interés de bonos públicos equivalentes, o de alguna empresa privada no española equivalente, y las fluctuaciones de la matriz del Banco Santander. En su opinión, si están muy correlacionados con la matriz, de alguna manera hay un contagio que podría ser a través del sistema financiero.

Menciona luego que lo que le preocupa relativamente menos es lo referente a la cuenta corriente, incluso midiéndola a precios de largo plazo, ya que si se



hace un ejercicio teórico para determinar cuál es el efecto de un desastre como el terremoto, se debería obtener un empeoramiento en la cuenta corriente, que debiera ser transitorio mientras dura el período de reconstrucción porque cae el producto potencial interno, pero el proceso de reconstrucción lo aumenta.

El señor Manuel Marfán indica que si le preocupa mucho ver que la tasa de crecimiento de la demanda interna va a enterar probablemente una cifra cercana al 15% este año, suponiendo que se desacelera bruscamente en el cuarto trimestre de acuerdo con lo esperado. Agrega tener dudas sobre esa cifra porque los modelos del Banco desaceleran siempre, porque suponen que se converge, en circunstancias que estima que hay demasiados elementos de riesgo de que eso no ocurra. A modo de ejemplo, comenta que en el ámbito fiscal hay varias incertidumbres en aspectos que no son problemas de manejo del Gobierno, sino que de dinámica propia de la lógica que tiene la política fiscal porque es evidente que frente a la magnitud del desastre tiene que haber algún grado de aumento de gastos para los damnificados y a la reconstrucción, pero el efecto sobre la demanda interna será muy distinto, dependiendo de la magnitud de lo que recaude el paquete de financiamiento.

Comenta también que para el corto plazo le preocupa incluso algo más cuando se aprobará el plan de reconstrucción, porque si ya se está gastando a cuenta de él y su aprobación se atrasa en un trimestre, el efecto sobre la demanda interna puede ser muy significativo. Sobre el particular, cita lo ocurrido en el año 1990, cuando había un problema de programa social, compitiendo contra una reforma tributaria, y los descalces en la sincronización tenían efectos macroeconómicos que eran muy disruptivos, lo que constituyó un gran problema.

En relación con la pregunta sobre la crisis griega y su efecto en Chile, el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, concuerda con que no ha contaminado los precios de los activos chilenos y que, de hecho, ningún banco ha reportado problemas de líneas y que, por el contrario, han tenido que renunciar a líneas externas. Respecto de la pregunta sobre la FLAP, comenta que su caída ha sido efectivamente mayor que el aumento del Repo, pero que es indudable que este último también ha aumentado. Explica que el Repo ha sido tomado principalmente por bancos locales, no por bancos extranjeros, que han traído bonos y no depósitos a plazo como colaterales. En su opinión, ello podría obedecer a que los bancos locales no tienen contemplado vender los bonos todavía, sino que tal vez en un tiempo más, ya que estiman que las tasas largas van a seguir cayendo, vendiendo sus depósitos mientras tanto. Explica que los bancos vienen al Repo, porque así obtienen liquidez gratis, a la TPM, mientras que la alternativa puede ser ir a una AFP, que le va a cobrar 25 puntos todos los días. Manifiesta que es muy posible que la venta de los depósitos a plazo se deba a que su tasa es atractiva hoy día, ya que subió un poco y la de 360 días está, de hecho, en algo más de 2% y, por lo tanto, puede ser que los bancos se estén deshaciendo de ese tipo de depósitos de manera ordenada. En resumen, indica que los bancos más bien mantienen los papeles que cree que van a subir de valor y, mientras tanto, con esos papeles obtienen liquidez gratis.

Para complementar, el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Matías Bernier, señala que los vencimientos más cuantiosos de la FLAP han sido que no ha renovado en los Repos, y últimamente. Agrega que el ha ido disminuyendo su posición de liquidez neta y no ha sustituido los depósitos a plazo, sino que ha traído nuevos bonos.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, refiriéndose a la consulta del Consejero señor Sebastián Claro sobre la cifra de actividad, menciona que hay un dato del primer trimestre que el mercado desconoce, que es dos décimas inferior y que está incluido en la proyección del Banco. Informa, asimismo, que se ha tratado de



hacer una proyección con la información casuística que se conoce por línea de producción, haciendo notar que ha sido bastante cambiante la evaluación que hacen los propios sectores respecto de cuándo van a estar con plena capacidad productiva, razón por la cual esto se estará monitoreando. Agrega que en un par de semanas más se tendrán las primeras proyecciones del IPoM y entonces se revisarán las cifras de actividad, estimándose que se van a corregir a la baja, pero desconociéndose en qué magnitud.

Sobre este tema, el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, destaca que respecto del trimestre en curso, la proyección de la Encuesta de Expectativas Económicas no cambió entre el mes pasado y el actual, ya que sigue en 3% en doce meses, lo cual es peculiar con el dato de industria que resultó ser una sorpresa.

Para finalizar, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que en relación con la crisis griega, corresponde dimensionar el impacto local que ha tenido. Indica que si se revisan los precios de los activos y se analiza todo después del caos que hubo en Europa hasta el viernes pasado, el impacto local fue bastante menor, lo que demuestra de alguna forma un grado de contención desde el punto de vista de la crisis griega sobre los mercados emergentes, ya que esta estaría restringida a Europa, donde no se sabe cómo se pagarán las deudas, ya que el problema de solvencia no se arregla con la transferencia de recursos por parte de la Comunidad Europea.

El Presidente, señor José De Gregorio, da por finalizada la sesión de la mañana e informa que la sesión de la tarde comenzará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, el Presidente, señor José De Gregorio, da inicio a la sesión de la tarde y, antes de dar paso a la exposición de las Opciones, hace notar que la realización de la próxima Reunión de Política Monetaria coincidirá con la fecha de aprobación del *Informe de Política Monetaria* de junio, que será presentado a la Comisión Hacienda del Senado el día siguiente, esto es, el miércoles 16 de ese mes. Por esta razón, manifiesta que será necesario modificar el horario de las sesiones de la mañana y de la tarde de la próxima Reunión.

Luego de un intercambio de opiniones, se acuerda que dicho horario será fijado por el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, señor Enrique Orellana, aprobado por el Fiscal, señor Miguel Ángel Nacur, con el fin de no contravenir el Reglamento de Funcionamiento del Consejo, y comunicado oportunamente por el señor Orellana, para cursar la citación al señor Ministro de Hacienda con a lo menos tres días de anticipación, según lo dispuesto en el citado Reglamento.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Estudios, señor Pablo García, para que presente las Opciones de Política Monetaria para la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios recuerda que en su Reunión de Política Monetaria de abril, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual; consideró, además, que el entorno macroeconómico y las expectativas privadas eran congruentes con el escenario de normalización de la política monetaria contenido en el IPoM reciente; y reiteró que continuará utilizando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

El señor García informa a continuación que los principales antecedentes desde la última RPM son los siguientes. En el ámbito externo, las turbulencias financieras en el mundo desarrollado, que llegaron a un nivel elevado por la fuerte incertidumbre



respecto a la situación fiscal en algunas economías europeas y al consiguiente riesgo de contagio soberano y a algunos sistemas bancarios. Al respecto, señala que el contundente conjunto de medidas acordadas por la Comunidad Europea y el Fondo Monetario Internacional el fin de semana último, junto con los planes de austeridad adoptados en varias economías, han logrado limitar la volatilidad, pero que los mercados interbancarios europeos siguen tensionados. Asimismo, indica que, localmente, es destacable que los diversos mercados financieros no hayan sufrido alteraciones mayores por estos eventos. Hace presente también que, hasta ahora, los contornos generales del escenario internacional contenido en el IPoM de marzo no se han visto alterados mayormente. Con todo, manifiesta que los escenarios de riesgo incluidos en dicho Informe consideraban, por ejemplo, un crecimiento de los socios comerciales de un punto por debajo del escenario base por problemas en Europa, mientras que una persistencia relevante de la volatilidad financiera en niveles como los observados la semana anterior puede asociarse a medio punto de menor crecimiento global para este año.

A nivel local, el señor García informa que el efecto de corto plazo del terremoto sobre la actividad parece haber sido mayor que el previsto, pero que la demanda interna sigue mostrando un significativo repunte, mayor que el estimado. Agrega que las condiciones financieras han seguido normalizándose y que pareciera no haberse materializado un riesgo de restricción adicional asociado al terremoto. Indica, asimismo, que los efectos de corto plazo del terremoto en la trayectoria de la inflación subyacente han sido acotados y que, en todo caso, la trayectoria prevista para la inflación no difiere significativamente de lo previsto con anterioridad a la catástrofe, encaminándose a cifras en torno a la meta en los próximos meses.

Respecto de la decisión que debe adoptarse en la presente Reunión, el señor Pablo García informa que no se aprecia unanimidad entre los analistas, ya que una mayoría se inclina por la mantención de la tasa, mientras que los precios de activos financieros consideran con una elevada probabilidad que la TPM aumentará en la presente jornada.

El Gerente de División Estudios prosigue, destacando que las principales consideraciones para la presente Reunión son la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de marzo, los eventuales efectos en esta última de los antecedentes coyunturales mencionados precedentemente, así como consideraciones tácticas y comunicacionales. Ellos, sostiene, llevan a que las opciones más plausibles para esta Reunión sean mantener la TPM en su nivel mínimo o incrementarla en 25 puntos base, hasta 0,75%.

El señor García recuerda al respecto que la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM contemplaba un proceso de normalización monetaria que elevara la TPM en torno a 250 puntos base hasta fin de año, lo que implica incrementos mensuales de algo más de 25 puntos base por Reunión. Plantea que lo anterior sugeriría con más fuerza que en el mes pasado la posibilidad de incrementar la TPM en esta ocasión, pero que ello depende también de la evaluación sobre la validez del escenario del IPoM en la actual coyuntura.

El Gerente de División aludido agrega que aunque la actividad fue más débil, no es obvio que ello implique mayores holguras de capacidad o que dicha debilidad sea muy persistente, sobre todo considerando el significativo dinamismo de la demanda interna. Sobre el particular, indica que se debe considerar también que la dificultad de evaluar los efectos inmediatos del terremoto y maremoto sigue siendo un factor relevante a la hora de determinar la velocidad con que el nivel de actividad se recuperará. Agrega que el escenario internacional sigue incierto, pero en términos del ritmo de la recuperación cíclica del mundo y no sobre la materialización de esta recuperación.



El señor Pablo García sostiene a continuación que en caso que se considere que los desarrollos coyunturales sí afectan la trayectoria de política monetaria, ello debería incidir principalmente en su ritmo de normalización en los trimestres venideros y, en menor medida, en el momento del inicio de este proceso. Especial mención hace a que este último sigue dependiendo más del *trade-off* de un inicio más pronto, pero con alzas graduales *versus* un inicio algo más tardío con alzas más intensas, y que sigue siendo evidente que la política monetaria es altamente expansiva y que el logro de la meta de inflación requiere comenzar a reducir su expansividad en el corto plazo.

El señor García plantea también que, en general, los desarrollos internos y externos en los próximos trimestres, principalmente la marcha de la economía mundial y las características y la temporalidad del esfuerzo de reconstrucción público/privado, incidirán en la velocidad de la normalización que tome la política monetaria, pero que, dado que la TPM se ubica en su nivel mínimo en un contexto macroeconómico que es de recuperación, es muy improbable que escenarios de riesgo pudieran motivar mantener la TPM en 0,5% por varios meses más. En ese sentido, es de opinión que los flujos de información futuros permitirán calibrar mejor la magnitud del aumento de la TPM requerido en función de la meta, pero que ello no implica esperar que aporte relativamente más información sobre el momento óptimo para dar inicio a la normalización.

El Gerente de División Estudios señala que otro aspecto táctico relevante que se considera habitualmente es el riesgo de reversiones de política. Indica que por los argumentos anteriores, este existe en la actualidad, pero principalmente en lo relativo a la comunicación que se pueda hacer sobre la magnitud de la normalización monetaria y no con respecto a que ella debe comenzar en algún momento. Destaca, además, que frente a escenarios financieros complejos que tensionen los mercados monetarios, tal como se vio a fines del 2008, el principal instrumento no son las acciones de política monetaria, sino que medidas que enfrenten directamente la iliquidez y la turbulencia en los mercados.

Para finalizar, el señor Pablo García hace presente que, a diferencia del mes pasado, las expectativas privadas respecto de esta Reunión están más equilibradas. En ese sentido, manifiesta que la decisión de mantener o subir la TPM en esta ocasión no debería provocar sorpresas mayores. Sostiene que en términos comunicacionales, si se mantiene la TPM y no se modifica explícitamente el escenario del IPoM, las expectativas de alza para la próxima Reunión aumentarán de forma significativa, lo que posiblemente requiera la inclusión de un sesgo explícito, y que si se aumenta la TPM sin modificar el escenario de mediano plazo, la necesidad de incluir un sesgo es menos evidente y se puede señalar que el ritmo de normalización futura es condicional a los desarrollos internos y externos.

El Presidente agradece la exposición del Gerente de División Estudios y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

En primer lugar, el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, señala que las medidas adoptadas en Europa el fin de semana anterior han reducido significativamente los riesgos de una crisis financiera, pero han aumentado los riesgos de ralentización de esa área económica por los ajustes fiscales que van a venir. Agrega que los efectos que tendrán las reducciones obligadas en los déficits primarios y, consiguientemente, en los niveles de deuda, reducirán la demanda agregada de varias economías europeas y probablemente hará que el Banco Central Europeo mantenga las tasas bajas por más tiempo.

En opinión del señor Beltrán de Ramón, la gran duda que persistirá es si las mejores perspectivas, aunque con riesgos latentes, de Latinoamérica y de Asia, así



como de EE.UU. y otras economías, van a compensar los efectos negativos que tendrán las medidas que se aplicarán en la Zona Euro. Hace presente que si bien en otras economías hay riesgos, como una posible y futura burbuja inmobiliaria en China y Australia, un *boom* crediticio en China que no pueda ser controlado, así como el bajo despegue del mercado de viviendas en EE.UU., estima que aún son muy acotados y que, más aún, son riesgos que van a estar siempre presentes en recuperaciones globales que se dan en un contexto de tasas bajas.

Para resumir, el señor de Ramón sostiene que los principales riesgos están en Europa y que después del enorme paquete de rescate, el problema es más económico que financiero, en tanto que respecto de la pregunta de cómo afecta esto a la economía chilena y, en particular, en su perspectiva inflacionaria, manifiesta que Chile no será afectado mayormente si la crisis de Europa se maneja bien y no deteriora las expectativas económicas mundiales, a diferencia de lo que ocurrió en el episodio de septiembre de 2008.

En materia de inflación, el Gerente de División Operaciones Financieras menciona que los últimos registros, en especial los subyacentes, han sido benignos y bajo lo esperado. En relación con el crecimiento, en tanto, reporta que los últimos indicadores muestran *Imacec* negativos y, por sectores, una expansión muy importante del comercio, ligado claramente a la demanda interna y un deterioro en la industria.

El señor Beltrán de Ramón advierte luego que sobre la base de expectativas, el panorama ya no es tan benigno en adelante, ya que estas indican que la inflación alcanzará registros anualizados que superarán la meta y se acercarán al 4% en los próximos meses. Señala que, por el contrario, las perspectivas de crecimiento son auspiciosas producto de la reconstrucción, en especial en la inversión y en el consumo privado, y que no se puede descartar que los altos precios de *commodities* impulsen también el sector exportador. Al respecto, informa que hay analistas que, incluso ya proyectan cifras superiores al 6% para el próximo año.

Refiriéndose al plan de reconstrucción, el señor de Ramón expresa que es indicativo considerar que su financiamiento está cargado para aquellos agentes que tienen mayor proporción de ahorro y menos para los que tienen menos propensión a él, y que, incluso, están contempladas una serie de exenciones para esos mismos sectores, como la pymes. Desde el punto de vista macroeconómico, plantea que el efecto consolidado del plan es una expansión de la demanda neta.

Considerando todos estos antecedentes, el señor de Ramón señala que es muy posible que la expansión de la demanda empiece prontamente a presionar la inflación de tendencia, *core*, hacia arriba, con el riesgo que la economía se recaliente el próximo año.

A la interrogante de qué debe hacer el Consejo del Banco Central de Chile, el Gerente de División Operaciones Financieras señala que hay que considerar, en primer lugar, que la TPM real, así como la tasa de interés real de un depósito a plazo a 90 días, son negativas hoy, y que la tasa de depósitos a un año es positiva, pero muy cercana a 0%. Hace notar que lo más difícil de explicar o entender por el mercado ha sido que el Banco Central puede subir la TPM en la presente jornada y seguir haciéndolo moderadamente en los próximos meses, y que las condiciones seguirán siendo expansivas. Tomando el ejemplo de un auto, explica que subir hoy no es sinónimo de apretar el freno, sino que es sinónimo de acelerar menos.

El señor Beltrán de Ramón hace presente que si bien es claro que el Banco deberá subir la tasa de instancia muy luego, también hay que considerar que el escenario



externo se ha tornado menos favorable, por lo que podría ser prudente postergar esta decisión por un mes más. No obstante, señala que nada indica que Europa no siga siendo el foco de atención en los próximos meses y que la volatilidad continúe. En otras palabras, estima que esperar ver despejados los riesgos europeos puede ser un asunto de largo plazo.

No obstante, a juicio del señor de Ramón, cualquier postergación hoy significa subir más rápido mañana y tal vez inducir a que el mercado sobrereacte mañana si estima que el Banco Central se quedó atrás de la curva. De hecho, informa que, hoy, el mercado, no los economistas, están considerando en los precios un alza de 25 puntos base, por lo que se debe evaluar el beneficio de esperar un mes más *versus* evaluar subir la tasa rectora no 25, sino que 50 puntos base en la próxima Reunión.

En opinión del Gerente de División aludido, la clave está en el Comunicado. Sostiene que si el Consejo sube la tasa en 25 puntos base en la presente jornada e indica que las futuras alzas están condicionadas al desenvolvimiento del escenario externo, se darán los grados de libertad necesarios para el futuro, pero ya habrá marcado un camino. Es más, plantea que puede enfatizar que las condiciones siguen siendo extremadamente expansivas, porque la TPM aún está muy lejos de la neutral, que faltan aún veinte alzas más para dejar de acelerar y empezar a "apretar el freno", que es, a fin de cuentas, llegar a la tasa neutral.

En razón de lo expuesto, el señor Beltrán de Ramón recomienda al Consejo subir la TPM en 25 puntos base y enfatizar en el Comunicado que las alzas futuras estarán condicionadas al desenvolvimiento de los acontecimientos externos y que las condiciones siguen siendo muy expansivas aún.

El señor Presidente agradece la intervención del señor Beltrán de Ramón y, a continuación, concede la palabra al Gerente de Investigación Económica, señor Luis Felipe Céspedes.

El Gerente de Investigación Económica señala que, en el ámbito doméstico, los antecedentes discutidos en la sesión de la mañana apuntan a un menor crecimiento del producto y a menores brechas de capacidad para el año, como resultado de un mayor efecto del terremoto en la oferta agregada y de una demanda interna dinámica.

En cuanto a los registros de inflación, el señor Céspedes estima que, dada la mayor incertidumbre respecto de los efectos del terremoto en el crecimiento de la economía, es esperable ver una elasticidad de la inflación menor a cambios en el producto o a cambios en la brecha de producto. En este sentido, indica que los registros inflacionarios recientes no debiesen sorprender, ya que, más aún, están en línea con los esperados a principios de este año y difieren básicamente de la estimación del Banco respecto de los efectos del terremoto sobre el nivel de precios. Al respecto, recuerda que un proceso de cierre de brechas de similar magnitud al que se espera se experimente en los próximos trimestres, fue el iniciado el año 2004, ocasión en que, consistente con el cierre gradual de brechas de capacidad, la inflación experimentó un proceso de convergencia a la meta desde un nivel bajo.

El señor Luis Felipe Céspedes destaca que lo anterior permite tratar de obtener algunas claves respecto de dicho proceso de normalización, que pueden ser útiles en la actual coyuntura. Partiendo de un nivel mayor que el actual, señala que dicho proceso exhibió ajustes acotados de la TPM; que en doce de catorce ocasiones en las cuales se aumentó la TPM, el aumento fue de 25 puntos base; que, más aún, los ocho primeros incrementos fueron de 25 puntos base; y que ese proceso además experimentó pausas. Para resumir, indica que todo lo anterior permitió regular el impulso monetario,



facilitando una convergencia gradual de la inflación a la meta, un cierre gradual y ordenado de la brecha producto, y una transición ordenada en los precios de activos financieros.

Al proseguir, manifiesta que se debe tener en cuenta la mayor incertidumbre en el escenario internacional, habida consideración que los antecedentes actuales apuntan a un efecto acotado sobre el crecimiento de nuestros socios comerciales y porque, incluso, de persistir dicha incertidumbre por un tiempo mayor, no significarían una gran desviación respecto del escenario de crecimiento externo que se tenía a principios de año.

Destaca que los mercados financieros locales, claves en la transmisión de las mayores incertidumbres financieras internacionales, parecen no haberse visto afectados por dicha situación. Señala también que más importante aún es que la mayor incertidumbre internacional debiese plantear dudas respecto de la gradualidad del proceso de normalización, más que del momento de inicio de dicho proceso.

Para finalizar, el señor Luis Felipe Céspedes indica que la información que se agrega en este último mes, en particular respecto de la fortaleza en la evolución de la demanda interna, apunta, en su opinión, a que el proceso de normalización debiese ser iniciado prontamente.

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

El señor Ministro inicia su intervención, señalando que la cifra de inflación de abril, que alcanzó a 0,5% mensual y a 0,9% en doce meses, se ubicó bajo las expectativas de los analistas. Menciona que el alza de la gasolina, de 10,7% mensual, fue la razón más importante detrás del aumento del IPC, atribuible principalmente a la reposición del impuesto específico a 6 UTM por metro cúbico. En efecto, indica que el IPCX solo aumentó 0,2% mensual y que el IPCX1 lo hizo en 0,1%, mientras que en doce meses ambas cifras permanecieron en valores negativos, ubicándose en -0,6 y -1,1%, respectivamente.

A juicio del señor Felipe Larraín, los hechos sugieren que la inflación está aún acotada y que el escenario de fondo sugiere que la inflación permanece dentro del rango meta del Banco Central en el horizonte relevante y este se mantiene. Menciona que esta visión se confirma al observar las encuestas de expectativas económicas de mayo, en que las expectativas de inflación continúan dentro del rango de tolerancia del Banco Central. Así, plantea que la inflación esperada para el 2010 es de 3,5% menor que la proyectada en el último IPoM, mientras que para el 2011 las expectativas continúan ancladas en 3%. Agrega que las expectativas de inflación a doce meses, usando tasas de mercado TAB a 360 días, arrojan un valor de 2,6%, y que, del mismo modo, al usar las tasas de los BCP y BCU a 5 años, las expectativas de inflación alcanzan a 3,3%, de tal forma que las expectativas siguen contenidas, incluso a plazos más largos.

La evolución de los salarios nominales, continúa, entrega otra señal de que la inflación se encuentra contenida, ya que, durante marzo, los salarios nominales crecieron 2,3% en doce meses, mientras que el costo de la mano de obra lo hizo en 2,8%. Por otra parte, hace notar que el peso se ha depreciado marginalmente frente al dólar desde la Reunión de abril, en línea con el fortalecimiento de esta moneda a nivel global durante este lapso.



En términos de actividad económica, el Ministro de Hacienda destaca que el Imacec de marzo reflejó con fuerza el impacto del terremoto en el corto plazo y que si bien se espera que el crecimiento de la economía retome su senda en los próximos meses, han aparecido fuentes externas de incertidumbre. Al respecto, menciona que desde la última RPM, los temores sobre la situación fiscal griega y el posible contagio a ciertas economías, así como las dudas sobre la forma de resolución al problema, han generado un grado mayor de incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento mundial, declarando que la impresión de ese Ministerio sobre el particular es que esto no se disipa completamente con el paquete de financiamiento que se ha dado en Europa, sino que solo se contiene. Agrega que, en principio, los efectos sobre la economía chilena de un panorama externo complejo debieran ser acotados, pero que la materialización de un escenario adverso podría poner en riesgo la recuperación.

El señor Felipe Larraín expresa a continuación que el ambiente de mayor incertidumbre ha generado, a su vez, importantes fluctuaciones en los precios de los *commodities* desde la última Reunión, llevando el precio del cobre a un rango más cercano a US\$ 3,20, algo menor que los 357 centavos de dólar por libra de la Reunión anterior.

Por otra parte, señala que en el Ministerio se sigue pensando que el alza esperada en la demanda agregada será impulsada por la formación bruta de capital fijo, relacionada con las labores de reconstrucción, y, en menor medida, con el aumento del consumo, lo que refuerza la visión de que la presión sobre los precios de los bienes no transables debiera ser menos intensa que con una expansión basada fundamentalmente en el consumo.

El señor Larraín manifiesta que, como Ministerio de Hacienda, quisiera también confirmar que se han impulsado varias medidas relevantes para el financiamiento de reconstrucción, con importantes efectos macroeconómicos. En primer lugar, indica que se realizaron reasignaciones de gastos cercanos a los US\$ 730 millones, de manera de focalizar el esfuerzo fiscal en la reconstrucción del país. En segundo lugar, y como forma de contener el impulso macroeconómico privado, señala que se ha impulsado la ley de donaciones, que recaudaría en torno US\$ 150 millones por año, por un período de dos años, y que, además, se ha sometido al Congreso un proyecto de financiamiento con un componente tributario significativo. Al respecto, hace presente que concurrió esa mañana a la Comisión de Hacienda del Senado, ocasión en que fue aprobada gran parte de lo planteado, excepto algunas indicaciones que buscan flexibilizar algunos temas propuestos. Manifiesta que, en su opinión, esto constituye una buena noticia, ya que el proyecto continúa su trámite en la Cámara de Diputados de manera auspiciosa.

Adicionalmente, da a conocer que el Ministerio que encabeza acaba de enviar un instructivo de austeridad fiscal a los ministerios y reparticiones públicas, que refuerza la señal de contención de gasto público, explicando que estas medidas se han impulsado, en parte, como una forma de contribuir a que el proceso de reconstrucción sea macroeconómicamente balanceado y se pueda quitar presión al tipo de cambio, a la inflación y a las tasas de interés.

Retomando el tema de las medidas adoptadas para el financiamiento de la reconstrucción, señala, en tercer lugar, que es importante recordar que uno de los componentes del plan tributario es la rebaja permanente del impuesto de timbres y estampillas, aprobada esa mañana en la Comisión de Hacienda, que quitaría presión a la inflación. Sostiene que parte de este efecto podría ser compensado por el alza del impuesto al tabaco, pero que, al menos en el corto plazo, el efecto de inflación, dado por el impuesto timbres y estampillas y el impuesto al tabaco, debiera ser neutro, mientras que en el más largo plazo el plan de financiamiento debería contribuir a moderar el impulso privado y las presiones inflacionarias. Agrega que en ese contexto de inflación



acotada; de alta incertidumbre externa, que puede tener efecto en la reactivación; de una demanda agregada impulsada mayormente por formación bruta de capital fijo; y de un esfuerzo del paquete fiscal para contener las presiones inflacionarias, el Ministerio de Hacienda estima que lo más adecuado es mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual. No obstante, señala que es de opinión que en los próximos meses será necesario comenzar un proceso gradual de normalización de la política monetaria.

Al concluir, el Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín, solicita al Consejo del Banco Central que en el Comunicado de la presente Reunión, se considere y valore el esfuerzo fiscal.

Finalizada la intervención del señor Ministro de Hacienda, el señor Presidente da paso a la votación, concediéndole la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

El señor Rodrigo Vergara agradece el trabajo preparado por el *staff* del Banco y señala, en primer término, que las principales noticias del último mes tienen que ver con el aumento en la incertidumbre en el frente externo. Al respecto, plantea que la situación se ha vuelto turbulenta; que los problemas en Grecia se extendieron al resto de Europa, con fuertes caída en los precios de los activos y una depreciación del euro; que si bien países como Portugal y España fueron los más afectados, las repercusiones se trasladaron, incluso, al resto del mundo; y que luego del paquete de ayuda, coordinado por las principales economías del mundo y el FMI, que también incluyó la participación de los bancos centrales, la situación se ha calmado, pero sigue siendo frágil.

En segundo término, el señor Vergara comenta que las dudas sobre la solvencia fiscal de muchos países, incluyendo algunos que no parecen tener una deuda demasiado elevada, aunque sí presentan déficits muy altos, se mantienen. Sostiene que tal es así, que hay fuertes presiones para producir ajustes fiscales, en una situación de bajo crecimiento y con perspectivas empeorando. Manifiesta que España es un ejemplo reciente de dicho ajuste fiscal y que otros países también han dado indicios que irían en esa misma dirección.

El Consejero aludido hace presente que en el frente interno también ha habido noticias, mencionando que la volatilidad externa tuvo sus efectos en el país, aunque afortunadamente bastante amortiguados; que la cifra de inflación de abril estuvo en línea con lo esperado, pero que, con todo, la inflación de los dos meses post terremoto es bastante inferior a lo estimado luego del sismo y la inflación subyacente se mantiene en terreno negativo; que algo similar ocurre con el crecimiento del PIB, por cuanto mientras las primeras predicciones luego del terremoto para el crecimiento del primer trimestre se situaban en torno a 3%, más tarde se redujeron a 2%, las cifras de Imacec hacen prever un crecimiento más cercano a 1% por ciento y las proyecciones para el segundo trimestre también se han reducido. A pesar de eso, el señor Vergara destaca que cabe esperar un repunte importante en la segunda parte del año y en 2011.

Por otra parte, el señor Rodrigo Vergara hace notar que la demanda interna presenta un crecimiento vigoroso y que distintos indicadores de consumo reflejan una recuperación importante, destacando que los indicadores de ventas han exhibido un fuerte dinamismo, producto, en parte, de bases de comparación muy bajas en 2009, pero también con una dinámica propia.

A pesar de todas estas noticias, el Consejero señor Rodrigo Vergara considera que el grueso del análisis indica que el escenario del IPoM sigue siendo válido en cuanto a tendencias, aunque estas estén probablemente algo retrasadas respecto a dicho Informe. En cuanto al escenario externo, plantea que la incertidumbre ha aumentado.



Sobre la base lo anterior, el señor Rodrigo Vergara señala que se puede sostener que el inicio del proceso de normalización de la política monetaria está muy cerca. En su opinión, y basado en los antecedentes aportados, en particular en las turbulencias externas, iniciarlo en esta Reunión es una opción inferior a mantener por ahora la actual situación. No obstante, manifiesta que dado que se le asigna una alta probabilidad a que el escenario de mediano y largo plazo planteado en el IPoM se mantenga, estima que es importante dar un mensaje claro, incluso con un sesgo explícito, que el comienzo del proceso de normalización de la política monetaria se vislumbra muy cercano.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por mantener la TPM en su nivel actual.

Continuando con la votación, el Consejero señor Sebastián Claro señala que la decisión de esta Reunión se enmarca en un contexto de muchas novedades, tanto externas como internas.

Respecto del frente externo, indica que la situación en los mercados financieros ha estado fuertemente influida por la corrida de la deuda soberana de países del sur de Europa, en particular Grecia. Explica que esto ha afectado al sistema bancario europeo y, en menor medida, al norteamericano, aumentando sus costos de financiamiento, tanto de largo como de corto plazo, provocando una caída en el apetito por riesgo, lo que se ha traducido, a su vez, en el aumento sustancial del valor del dólar en el mundo y en una reacción inaudita de las autoridades europeas, tanto con medidas extraordinarias de inyección de liquidez, por un cambio en la composición de los activos del Banco Central Europeo, con mayor preponderancia de bonos de menor calidad, y por promesas muy sustantivas de líneas de financiamiento de los gobiernos.

En opinión del señor Sebastián Claro, el fundamento de lo anterior es la deteriorada situación fiscal en Europa, en parte como consecuencia de paquetes fiscales muy importantes, pero desfinanciados durante los últimos años, lo que explica los anuncios de grandes ajustes fiscales de algunos países europeos.

El señor Claro manifiesta que las consecuencias son variadas. Desde una perspectiva de mediano plazo, plantea que ello podría alterar las proyecciones de crecimiento de Europa, haciendo la salvedad que todavía no se observa con claridad en las proyecciones de consenso, pero que es esperable que así sea. Adicionalmente, estima que es posible que se produzca una reestructuración de la deuda en muchos de estos países, pero que no es claro en qué medida estas pérdidas están incorporadas en los balances de los acreedores. Señala que es posible también que los problemas se mantengan acotados a Europa, más allá de las implicancias sobre el crecimiento mundial, lo que podría provocar un *repricing* del riesgo, favoreciendo activos en países en desarrollo con buenas perspectivas y en buenas condiciones, como Chile. Agrega que esto podría afectar la trayectoria de tasas hacia el mediano plazo.

El Consejero aludido hace presente que, en el corto plazo, la mayor inquietud se concentra en el impacto que la situación en los mercados financieros europeos pueda generar sobre la banca, el costo y disponibilidad del crédito externo y el apetito por riesgo y liquidez en el corto plazo. Al respecto, indica que los mercados externos han estado muy volátiles en las últimas semanas y que las medidas anunciadas el fin de semana han promovido cierta estabilidad.

En relación con el ámbito interno, el Consejero señor Claro destaca que la incertidumbre internacional ha tenido efectos acotados sobre los mercados financieros, lo que se refleja en la evolución del tipo de cambio y de la bolsa. Señala que, a su juicio, no



existe mucha evidencia de un aumento en la demanda por liquidez de la banca más allá de lo que podría interpretarse como el resultado esperado de la eliminación de la FLAP. Asimismo, llama la atención sobre el hecho que el uso de repos ha aumentado sustancialmente y también sobre el aumento observado en el *spread prime-swap* a 1 año, los que, no obstante, no proveen evidencia contundente de efectos mayores en los mercados monetarios domésticos.

Los datos de actividad, prosigue, fueron bastante más negativos que los esperados, lo que confirma que los efectos del terremoto han sido muy grandes. En su opinión, es difícil distinguir en qué medida la menor actividad refleja condiciones acotadas de demanda o restricciones de oferta. Menciona que los menores registros de inflación respecto de los esperados podrían sugerir que el efecto sobre la demanda ha sido significativo, pero que los datos de comercio e importaciones reflejan un importante dinamismo de la demanda interna. En cuanto a las proyecciones de crecimiento e inflación para el año, sostiene que es probable que deban corregirse a la baja, aunque la magnitud de esta corrección es todavía incierta y no debiera afectar en su esencia la evolución esperada de la política monetaria.

Con todo, el señor Sebastián Claro señala que aun cuando las noticias en el último mes han sido variadas, no alteran la necesidad de una normalización de la política monetaria en el corto plazo. En este sentido, indica que ambas opciones planteadas son coherentes con ello, por lo que las consideraciones para la presente Reunión dicen relación con la velocidad de esta normalización, con el peso que se le asigne a la incertidumbre externa y con las expectativas del mercado.

A juicio del señor Claro, la delicada situación internacional y las cifras domésticas sugieren que esperar algunas semanas para comenzar con el proceso de alza de tasas puede entregar información muy útil, que confirme la transitoriedad de los impactos del terremoto, que permitan decantar en algo la incertidumbre proveniente del exterior y que permita avizorar mejor la trayectoria de la inflación en adelante. Manifiesta que la alternativa de comenzar a subir la tasa hoy es válida, pero que parece prudente esperar para calibrar con mayor nitidez la velocidad del ajuste monetario requerido hacia el mediano plazo y comunicarlo al mercado. Agrega que esperar no puede ser un ejercicio eterno, pero que mantener la tasa en esta ocasión no pone en cuestión la pronta normalización de la política monetaria en el corto plazo. En este sentido, estima que no es posible descartar que en la medida que la incertidumbre externa amaine y que los datos internos confirmen la recuperación de la actividad y una mayor tendencia de la inflación, una normalización rápida de la política monetaria pueda justificarse.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro señala que vota por mantener la tasa en su nivel actual y comunicar al mercado que es probable que el proceso de normalización de la política monetaria comience en el corto plazo.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado, y destaca que las noticias del último mes están marcadas principalmente por la crisis griega y sus implicancias para Europa y otras regiones del mundo. Indica que estos desarrollos han tenido efectos en los mercados financieros, los que han mostrado una marcada volatilidad, y que todo ello ha servido para poner de manifiesto los problemas estructurales que persisten y que se ciernen como factores de riesgo para el escenario global. Agrega que el deterioro fiscal y la debilidad de los bancos en Europa son dos problemas que han estado muy presentes en esta coyuntura.

El señor Enrique Marshall señala que la recuperación de la actividad real a nivel global se muestra bastante firme hasta ahora, sin perjuicio de las diferencias entre



regiones y países, y que lo más probable sea que la recuperación real siga acompañada de cierto grado de volatilidad financiera. Menciona que la incertidumbre en varios aspectos es todavía elevada y que los ajustes fiscales requeridos serían mayores que los procesados con anterioridad, lo que podría afectar las perspectivas de crecimiento en el mediano plazo, especialmente en el mundo desarrollado.

El señor Marshall hace presente que a lo anterior se agrega que varias economías, principalmente emergentes, ya han iniciado la normalización de la política monetaria o lo harán próximamente, mientras que los países más avanzados permanecen con tasas en niveles extremadamente bajos y que es probable que posterguen el retiro del estímulo monetario como resultado de los últimos acontecimientos.

Al continuar, el Consejero señor Marshall señala que las tensiones en los mercados financieros externos han tenido efectos acotados en el frente interno, que el riesgo soberano subió levemente y que la bolsa y el peso reaccionaron también con bastante moderación, todo lo cual da cuenta de la percepción de fortaleza que los mercados tienen sobre la economía nacional.

El señor Marshall manifiesta que si bien estos desarrollos han despertado alguna preocupación, la atención interna ha seguido muy concentrada en los efectos y alcances del terremoto sobre la actividad y la inflación. En materia de actividad, menciona que los registros informados han estado por debajo de lo esperado en el escenario central, reconociendo que se sabía, eso sí, que era difícil anticipar con precisión la evolución de la actividad en los meses inmediatamente siguientes y que, en el corto plazo, los sesgos estaban más bien inclinados a la baja.

El señor Marshall destaca que es la demanda interna la que ha registrado mayor vigor, detallando que creció de forma importante hasta febrero pasado, sufrió un choque con el terremoto y que, según varios indicadores, se estaría recuperando con bastante rapidez, lo que se reflejaría en el aumento que están experimentando las importaciones. Plantea que este es un desarrollo que debe ser monitoreado.

Con todo, expresa que las perspectivas de crecimiento de mediano plazo no se han visto modificadas sustancialmente, aun cuando está presente el riesgo de que una parte del crecimiento esperado para este año se postergue para el siguiente.

El señor Enrique Marshall agrega que el sistema financiero local sigue entregando señales de normalización, lo que se deduce de la evolución tanto de las tasas como de los agregados, pero que, sin embargo, la demanda por crédito sigue exhibiendo cierta debilidad.

En materia de inflación, indica que los registros de los últimos dos meses han sido menores que los anticipados y que, como resultado, las proyecciones de corto plazo se han ajustado levemente a la baja. Sin embargo, manifiesta que la trayectoria esperada en el mediano plazo no ha cambiado de forma importante.

Hace presente también que las expectativas para la TPM han tenido ajustes que sugieren el próximo inicio del proceso de normalización, no obstante lo cual la mayoría de los analistas espera que ello no ocurra en esta Reunión.

En suma, el Consejero aludido señala que el escenario ha experimentado cambios, principalmente por un aumento o rebalanceo de los riesgos, pero que las trayectorias de mediano plazo que se visualizan para la actividad y la inflación no parecen distintas de las que se proyectaban con anterioridad. En esa perspectiva, estima que el inicio del proceso de normalización de la política monetaria se aproxima con claridad. Si ello es así, considera que lo que corresponde es decidir si esta normalización debe o no



comenzar en esta Reunión, reconociendo que la verdad es que existen buenos argumentos a favor de una y otra posición y que, por tanto, la decisión no fluye con entera facilidad.

El señor Enrique Marshall declara coincidir con la Minuta de Opciones, en el sentido que las opciones plausibles son mantener o subir la tasa en 25 puntos base. En su opinión, la distancia en puntos base entre una y otra opción no parece excesiva, pero que, sin embargo, el inicio del proceso de normalización tiene connotaciones e implicancias que deben ser bien ponderadas. Por esta razón, sostiene que la decisión que el Consejo tiene por delante no es menor. Al respecto, señala que se puede argumentar, por un lado, que existe cierta brecha respecto de la tasa neutral y que, en el escenario más probable, la economía adquirirá velocidad en el curso del próximo año, de manera que resulta prudente adelantarse a las expectativas del mercado y comenzar el proceso de normalización de inmediato. Por otro lado, indica que se puede sostener que la evolución del escenario interno ha generado cierto espacio para postergar el inicio del ciclo de ajuste. Plantea que a ello se puede agregar que las tensiones observadas en el frente externo se encuentran aún en desarrollo y que sus implicancias son aún inciertas, y que, en ese cuadro, no parece conveniente introducir una sorpresa iniciando el proceso de normalización antes de lo que el mercado espera.

Sopesando todos estos argumentos, el Consejero señor Enrique Marshall declara inclinarse, finalmente, por no innovar en esta Reunión, votando, por tanto, por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50%.

Al continuar con la votación, el señor Presidente concede la palabra al Vicepresidente, señor Manuel Marfán, quien agradece, en primer término, el análisis del *staff*.

El señor Manuel Marfán manifiesta hacer suya la lista de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior, contenida en el punto 2 de la Minuta de Opciones, excepto por los dos siguientes puntos. En primer lugar, aclara que las turbulencias financieras originadas en la Zona Euro habrían llegado a un *peak* la semana anterior solo en el escenario externo más probable, pero que no puede descartarse un escenario de agravamiento financiero con una probabilidad no despreciable. Al respecto, hace el alcance que aunque la intención de la redacción sea la misma que la que está señalando, el término *peak* es traducible como máximo, lo que, a su juicio, podría interpretarse de manera complaciente. En segundo lugar, señala que en el IPoM se proyectaba un crecimiento de la demanda interna de 12,4% para este año, que la actualización del crecimiento anual para los tres primeros trimestres sería de 11,1; 17,4 y 18,4%, respectivamente, y que para compatibilizar ambas proyecciones, el crecimiento anual de la demanda interna del cuarto trimestre de este año debiera ser de 3,2% o, lo que es equivalente, debiera contraerse fuertemente en términos desestacionalizados respecto del tercer trimestre. Así, estima que la demanda interna estaría más bien en una trayectoria desalineada con las proyecciones del Banco y que de mantener en el cuarto trimestre el sesgo que se observaría en los tres primeros, la demanda interna para el conjunto del año estaría creciendo algo más de 15%, en torno a 3 puntos porcentuales sobre lo proyectado, imponiendo un piso elevado para el próximo año. Respecto de las cifras mencionadas, el señor Marfán solicita expresamente que se excluyan de la Minuta, porque son de carácter interno, no obstante lo cual pide que se mantenga la esencia del argumento.

El señor Vicepresidente declara coincidir con la Minuta de Opciones en cuanto a que la decisión de la presente Reunión está entre mantener o subir en 25 puntos base la tasa de política o, lo que es lo mismo, entre mantener la política monetaria en su máxima instancia de expansividad o comenzar a reducirla.



En el corto plazo, el señor Marfán señala que la actividad ha sufrido hoy día más que lo previsto en el IPoM, pero que, como contrapartida, se prevé una recuperación también más rápida. En otras palabras, indica que es un bache más profundo, pero que después también se sale de él a un nivel relativamente similar en el corto plazo. Agrega que la inflación, en tanto, no muestra desviaciones respecto de lo proyectado en el corto plazo.

El señor Manuel Marfán manifiesta que su principal preocupación tiene que ver más bien con el *outlook* de mediano plazo, el que, a su vez, depende de la evolución del ciclo económico. Desde esa perspectiva, indica que ve preocupante la evolución de la demanda interna. Plantea que los riesgos respecto de la evolución de la demanda interna parecen ser también al alza, porque la variación de inventarios que se preveía para este año sería prácticamente una cifra menor y, por lo tanto, esta demanda interna con y sin variación de inventarios sería similar. Sostiene también que el próximo año habría acumulación de inventarios, es decir, que estarían por debajo de lo deseado, lo que constituye un elemento de expansividad adicional que sería complejo. Al respecto, recuerda que el último IPoM suponía que si bien la demanda interna crecía rápido, tenía un componente de aumento de inventarios este año, mientras que esto, en cambio, sería como gasto puro en consumo y formación bruta de capital.

Respecto de la política fiscal, el señor Marfán formula dos precisiones previas. En primer lugar, señala tener la más alta confianza en las autoridades actuales, recalcando que difícilmente podría tener más confianza de la que tiene hoy; y, en segundo lugar, que el Ministerio de Hacienda y el Banco Central son los socios naturales en materia de equilibrio macroeconómico, porque en esa lucha ambos están en la misma posición. Sin embargo, señala advertir dos riesgos respecto del plan de reconstrucción que pueden depender de la capacidad del Gobierno de empujarlo, pero que no dependen solamente de la capacidad y voluntad del mismo. La primera, es que pudiera haber un eventual retraso en la aprobación del proyecto de financiamiento respecto de lo previsto, en cuyo caso se tendría un período más largo de gasto mayor y un período más corto de financiamiento interno. Explica que eso, en situaciones equivalentes en el pasado, en ejercicios de simulación, mostraba tener un componente de disrupción sobre la demanda interna relevante. En segundo lugar, manifiesta alegrarse de las noticias del Ministro respecto de los avances obtenidos esta mañana en la Cámara, pero que hasta antes de la presente jornada se advertía en los medios una situación muy maleable en las opiniones que, adicionalmente a las del Ejecutivo, influyen en la aprobación del proyecto. Por lo tanto, manifiesta que su deseo es —y declara saber que también es la voluntad del Ejecutivo— que se apruebe el proyecto lo más rápidamente posible y de la manera que asegure y garantice el mejor financiamiento posible desde la perspectiva macroeconómica para el esfuerzo de reconstrucción, pero que los riesgos en caso de no darse son al alza de la demanda interna.

Frente a ello, el señor Manuel Marfán considera que es importante, por lo tanto, contener a tiempo, desde la posición del Banco, las presiones sobre la demanda interna. Señala que, más bien por razones tácticas, estima que no es conveniente subir la tasa en la presente Reunión, por lo que votará por mantenerla, a pesar de que toda su argumentación apunta en esa dirección. No obstante, indica que aunque una parte del mercado sí cree que el Consejo pueda subirla, constituye solo una fracción mínima y, por lo tanto, tendría un elemento más bien de sorpresa. Estima también que la primera alza después de un período tan largo de mantener la tasa no es una decisión cualquiera, porque claramente es darle el vamos a un proceso de normalización. Agrega que lo que sí sería importante es señalar muy claramente en el Comunicado que el próximo movimiento es claramente al alza, lo que será más temprano que tarde, y que, por lo tanto, se requeriría ir señalizándola, de tal forma que cuando ocurra no haya un elemento que sorprenda innecesariamente al mercado.



En virtud de lo anterior, el Vicepresidente, señor Manuel Marfán, manifiesta que su voto es por mantener la tasa en su nivel actual, pero introduciendo en el Comunicado un sesgo al alza explícito.

Para finalizar con la votación, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que los registros inflacionarios han sido menores que los esperados en el último par de meses y que algo similar ha estado ocurriendo con la actividad económica. No obstante, y tal como se señalara en el último IPoM, indica que estas cifras deben analizarse con cautela, pues están muy influidas por los efectos de corto plazo del terremoto. Asimismo, y tal como lo indicara el escenario de riesgos, recuerda que la actividad estaba sesgada a la baja por estos mismos hechos. En suma, manifiesta que eso es lo que se observa de los muy bajos registros de la actividad industrial y que, tal como se señalaba y fue discutido en las presentaciones del *staff*, indican que lo que ha ocurrido es una caída por el lado de la oferta de la capacidad de producción, lo cual cierra las brechas.

El señor Presidente destaca que lo que sí parece ser una tendencia relativamente robusta es que la economía chilena tendrá un positivo dinamismo a partir del segundo semestre, producto de los esfuerzos de reconstrucción y de una política monetaria altamente expansiva. En su opinión, este dinamismo debiera asegurar la convergencia de la inflación a su meta en un escenario donde la política monetaria deberá ir normalizándose. Plantea que la evidencia más sólida al respecto es el dinamismo de la demanda agregada, la que no ha podido ser satisfecha con producción local, en parte por los efectos del terremoto.

Por lo tanto, el señor José De Gregorio indica que la pregunta central que se debe analizar en la presente Reunión es cuándo comenzar este proceso de normalización. Al respecto, afirma que es efectivo que el Consejo no solo enfrenta un escenario con algo de menores presiones inflacionarias, sino que además han aparecido, ciertas señales de preocupación en el entorno externo que pudieran debilitar la recuperación de la economía mundial y tensionar los mercados financieros globales. Comenta que las repercusiones de estos eventos sobre la economía local han sido muy limitadas, de modo que, partiendo de una situación con una política monetaria muy expansiva, no parecieran ser argumentos suficientes para pensar que la trayectoria futura de la política monetaria tenga que verse significativamente alterada. Además, indica que de deteriorarse el ambiente financiero global y con repercusiones relevantes a nivel interno, el Banco Central tiene las herramientas suficientes para abordar tensiones financieras, tal como lo ha hecho durante la crisis financiera internacional.

Por lo tanto, a juicio del señor Presidente, la pregunta central sigue siendo si se debiera comenzar la normalización monetaria en esta Reunión o esperar un mes más. Señala que la respuesta no es obvia, pero que ahora se tiene una ventana de oportunidad de comenzar el período de normalización. Al respecto, indica, en primer lugar, que no se puede descartar que en los trimestres siguientes se observen presiones inflacionarias mayores, las que desde el punto de vista de manejo de riesgos cree que es el más importante que se tiene que enfrentar. Agrega que no se están enfrentando *shocks* externos severos y de persistencia incierta, como ocurrió durante el período de aceleración inflacionaria del 2007-2008, sino que ahora sería una respuesta a un escenario interno de mayor dinamismo, que es el que efectivamente se espera se materialice con vigor a partir del segundo semestre. Estima que sería negativo para la conducción de la política monetaria acelerar el proceso de normalización ante un escenario inflacionario más complejo y destaca que el Consejo tiene la oportunidad de liderar el proceso de alza de tasas antes que sea algo evidente y urgente. A lo anterior, añade que esperar un mes podría llevar al Consejo a evaluar seriamente subir 50 puntos base el próximo mes, lo que sería, además, un día antes de presentar el IPoM ante el Senado. Manifiesta que es claro que puede ocurrir lo contrario, esto es, que las presiones



inflacionarias estén más contenidas, en cuyo caso no se pierde la opción de atenuar el ritmo de ajuste de la tasa de interés. En su parecer, detener el proceso de normalización a niveles de tasas de 1 ó 2% no le quita expansividad a la política del Banco, mencionando que, de hecho, se está con un nivel de tasas que ciertamente es muy bajo dadas las perspectivas actuales y que se tiene un espacio de ajuste, donde las condiciones financieras debieran seguir siendo muy favorables por un tiempo muy prolongado.

El señor José De Gregorio se refirió también a una cierta discrepancia que existe entre las encuestas y los precios de mercado del mercado *swap* respecto de las expectativas. Hace presente que, en su mayoría, las encuestas de analistas económicos y financieros no prevén alza de tasas en esta Reunión, aunque sí los operadores del mercado *swap*. Indica que lo no debería ser una sorpresa, ya que esos operadores son quienes si han internalizado el cambio de la oferta de la FLAP que debía haber ocurrido el lunes 10 de mayo y que lo hará el lunes próximo, de manera que no es sorprendente que ellos hayan visto en dicha decisión que el Banco Central estaba abriendo espacio para empezar el proceso de normalización.

Por lo anterior, y basado en la necesidad de que el Banco se cubra ante riesgos en diversas direcciones, el señor Presidente estima que el costo de subir la tasa de interés es menor comparado con sus beneficios, razón por la cual su preferencia es por subir la tasa en 25 puntos base, a un nivel de 0,75%. Agrega que ello se ve reforzado por los argumentos dados previamente por el *staff*. No obstante, y habida consideración de la discusión que lo precedió, señala que le parece aún más valioso en la presente Reunión tener una decisión lo más consensuada posible. Asimismo, dado que no cree que mantener la tasa sea una decisión negativa, es que su decisión final es sumarse a la mayoría, apoyando la decisión de mantener la tasa de interés en 0,5%, con un sesgo al alza.

Por lo tanto, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que, por unanimidad, el Consejo mantiene la tasa en 0,5%, agregando que entiende que habría una mayoría por poner un sesgo al alza.

Finalizada la votación, y antes de que el Ministro de Hacienda se retire de la Sala de Consejo, el señor José de Gregorio le expresa sus felicitaciones por el proyecto de reconstrucción y le desea mucho éxito en su aprobación. Asimismo, y tal como lo señaló el señor Vicepresidente precedentemente, señala la satisfacción para el Banco que dicho plan pueda tener una temprana solución y aprobación. Por otra parte, hace presente al señor Ministro que, por política del Banco, en los comunicados de la RPM no se hacen evaluaciones de la política fiscal, porque ello, sin duda, podría hacerle entrar en una dinámica que sería compleja en otros escenarios. En todo caso, aclara que quedará expresa constancia en el Acta de la presente Reunión que el Banco Central de Chile está muy satisfecho y contento con el éxito del plan fiscal para la reconstrucción y que le desea que este éxito continúe en la etapa de aprobación del mismo.

154-01-100513 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual.

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 0,50% anual.



En el ámbito externo, la elevada volatilidad en los mercados ha sido mitigada por los anuncios fiscales y de apoyo financiero en Europa. Las perspectivas de crecimiento global siguen siendo favorables, pero los efectos de las turbulencias financieras recientes sobre la actividad mundial son aún inciertos. Los precios del cobre y del petróleo han disminuido, pero se mantienen en niveles históricamente altos.

En el plano interno, la información disponible de actividad sugiere que los efectos inmediatos del terremoto fueron mayores que los previstos. Los indicadores de demanda, en tanto, muestran un dinamismo superior al contemplado en el Informe de marzo. Las condiciones crediticias han continuado normalizándose. El desempleo ha seguido disminuyendo.

En abril, el IPC tuvo un aumento algo menor que el previsto por el mercado y las expectativas privadas de inflación a plazos más largos son congruentes con el escenario base del IPoM.

El Consejo considera que se acerca el momento de iniciar el proceso de normalización de la política monetaria. Junto con ello, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:25 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 155 celebrada el 15 de junio de 2010

En Santiago de Chile, a 15 de junio de 2010, siendo las 9:00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, con la asistencia del Vicepresidente, don Manuel Marfán Lewis, y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste también el señor:

Ministro de Hacienda,
don Felipe Larraín Bascuñán;

y los señores:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica,
don Luis Felipe Céspedes;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente de Investigación Financiera,
Don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Erika Arraño González; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.



El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 155, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de diciembre de 2010 para el día 16 de dicho mes.

Informa que el señor Ministro de Hacienda solo asistirá a la sesión de la tarde y, a continuación, da paso a la presentación del escenario externo, a cargo del Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann.

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición, mencionando los hechos destacados desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM). Al respecto, señala que los mercados financieros continúan altamente volátiles, mostrando en el margen alguna recuperación y, de hecho, una caída en volatilidad; que la liquidez de los mercados monetarios se mantiene estrecha; que el ajuste por primas de riesgo se focaliza fundamentalmente en Europa, con un acotado impacto en economías o mercados emergentes; y que la actividad mantiene una senda de recuperación, aunque su ritmo se prevé más pausado en adelante.

Respecto de los *Credit Default Swaps* (CDS), el señor Lehmann se refiere especialmente a lo que está aconteciendo en Europa, centro de la tensión durante los últimos meses, donde estos han registrado una mínima caída en el margen, a pesar que las turbulencias siguen presentes. Hace notar particularmente el caso de Grecia, donde los CDS continúan en torno a los 750 puntos base y porque, precisamente el día anterior, Moody's rebajó su clasificación de riesgo, confirmando que la situación griega sigue vulnerable. Agrega que en el resto de las economías de Europa, los CDS muestran un retroceso muy marginal y una senda de alza en las últimas semanas, y que el *spread* sobre bonos alemanes registra un comportamiento similar.

El señor Sergio Lehmann hace presente que los CDS del sector bancario también han aumentado en el margen y registran una ligera caída en los últimos días. Destaca que los CDS para bancos europeos no difieren mucho de lo observado hacia fines del año 2008, mientras que para los bancos norteamericanos están muy por debajo de la situación de alto estrés que se vivió en ese momento. En cuanto a *spreads* de *High Yield* y premios corporativos de empresas clasificación A, el señor Gerente añade que ambos han experimentado un pequeño aumento, pero su nivel actual es significativamente inferior al observado hacia fines del 2008. En el caso particular de los bonos A, especifica que el *spread* bordea los 120 puntos base y el de los *High Yield*, los 700 puntos base.

El Consejero señor Sebastián Claro llama la atención que aun cuando el aumento que exhiben los CDS de los bancos norteamericanos durante la última semana es bastante significativo y muy similar al de los bancos europeos, la discusión no ha estado centrada necesariamente en la exposición de los bancos norteamericanos al riesgo soberano europeo o a los préstamos interbancarios europeos, sino que ha estado enfocada principalmente en los bancos de ese continente. Sobre el particular, pregunta qué podría estar explicando el aumento de los CDS de los bancos norteamericanos en este momento y si acaso la respuesta es que tienen mucha exposición a los bancos europeos en préstamos interbancarios.

El señor Lehmann responde que, en su opinión, la exposición de los bancos norteamericanos es bastante limitada a lo que está ocurriendo en Europa, pero que, igualmente, se produce un cierto efecto de contagio. Agrega que, de hecho, la



situación de los bancos americanos todavía sigue siendo frágil y que la estrechez de liquidez también se ha traducido, de alguna manera, en los mercados americanos.

Con respecto al alza de los CDS, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que debe tenerse presente que Europa venía registrando CDS más bajos y que luego experimentaron una fuerte alza. Destaca que con ese nivel, los bancos europeos enfrentan serios problemas y que los americanos simplemente colapsan. El Consejero señor Enrique Marshall añade que, a su juicio, también hay una relación por el lado del fondeo y no solo por el de las carteras, porque los eurodólares se generan en Europa y son importantes para los bancos norteamericanos, por lo que, al final, la integración es significativa.

El Gerente de Análisis Internacional continúa, refiriéndose a los mercados bursátiles. Indica que las bolsas tendieron a caer durante el último mes y que luego, durante las últimas semanas, esa caída se revirtió marginalmente, en particular en las bolsas de América Latina, que tuvieron la mejor *performance* durante ese periodo. En cuanto a la volatilidad, informa que después de alcanzar niveles en torno a 40% hace un par de semanas, ha tendido a moderarse en algún grado, y que si bien hoy día está marginalmente bajo 30%, su nivel supera su promedio histórico, de 15% aproximadamente. Para resumir, indica que la volatilidad se mantiene, aunque se reduce en el margen.

El señor Sergio Lehmann comenta que las tasas de interés de largo plazo se mantienen reducidas, bajo un escenario de incertidumbre que se mantiene y expectativas de nuevas postergaciones de alzas de la tasa rectora en Estados Unidos y en la Zona Euro.

Respecto de lo que ha estado ocurriendo en otros mercados, menciona que las emisiones de *Commercial Papers* en Estados Unidos registraron una leve caída, se recuperaron tras las medidas que adoptó el gobierno norteamericano, pero luego han tendido a mantenerse estables y, por cierto, muy por debajo de los niveles que se observaron en periodos de mayor normalidad, como en los años 2007 y 2008. Añade que las emisiones de *Asset-Backed Commercial Papers*, esto es, aquellos títulos que utilizan *Commercial Papers* como colaterales, también están en niveles bastante reducidos respecto de sus niveles históricos. Los *spreads* de estos instrumentos, por su parte, presentan un aumento marginal en las últimas dos semanas comparado con lo que se observó durante el periodo 2008 -2009, generando una cierta mayor preocupación. Complementa que las nuevas emisiones de deuda de empresas, que habían mostrado alguna recuperación a principios del presente año, anotan una caída en el margen, particularmente en el caso de instituciones no financieras y financieras, lo que da cuenta justamente de la fragilidad que aún exhiben los mercados norteamericanos.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, señalando que los premios por riesgo de países emergentes tendieron a aumentar, pero de manera acotada, destacando el caso de Turquía, cuya exposición es mayor que la de Europa en general. Agrega que las emisiones de bonos de economías emergentes se mostraron bastante sólidas y registraron una suerte de recuperación, particularmente en el caso de bonos corporativos, y que en el caso de emisiones por región se observó una situación bastante balanceada, en general. Aclara que dicha situación fue la que prevaleció hasta el 15 de mayo, por lo que no recoge probablemente la mayor turbulencia que se observó en los mercados financieros a contar de esa fecha, cuando se agudizó la situación de fragilidad de Europa.



En relación con las paridades, el señor Sergio Lehmann indica que el dólar se mantuvo estable en términos multilaterales, pero volvió a apreciarse respecto del euro y registró alguna reversión en el margen en los últimos 2 ó 3 días. Informa que algo similar ocurrió con las paridades de las economías emergentes, que tendieron a debilitarse primero y a fortalecerse en los últimos días.

El señor Sergio Lehmann destaca a continuación el significativo aumento de los premios por liquidez tanto en Estados Unidos como en la Zona Euro, en especial para plazos más largos. Al respecto, detalla que los *spread Libor – OIS* en Estados Unidos tendieron a estrecharse semanas atrás, estabilizándose en los últimos días, y que a plazos más largos, esto es, a 6 meses, se observa una mayor estrechez de liquidez. Comenta que Europa exhibe una situación parecida, que en el Reino Unido la situación de estrechez de liquidez es algo más acotada, y que se mantiene una situación similar a la observada en los últimos meses. Agrega que en el caso de Canadá, simplemente para tener una visión de una economía más sólida en materia de mercados financieros y desarrollo económico, el movimiento o la estrechez de liquidez es bastante más acotado.

En materia de tasas de interés, el señor Lehmann hace presente que los movimientos esperados en las tasas de política monetaria han tendido a postergarse o a ser más moderados. Señala que hay algunas excepciones, como Nueva Zelanda y Canadá, cuyas TPM presentan movimientos recientes. En Estados Unidos, por el contrario, los aumentos de tasas se registrarían no antes del segundo trimestre del próximo año, en Europa casi a fines 2011, que el Reino Unido también exhibe una ligera postergación de este movimiento, mientras que Japón hace bastante tiempo que no la ha modificado.

Explica, asimismo, que a fin de conocer lo que se está observando en otras economías mundiales en cuanto a tasas de instancia monetaria, particularmente en las economías emergentes, se tomó la misma lectura de expectativas de tasa y se sacó un promedio simple por región. Informa que este ejercicio arrojó para América Latina una ligera postergación en los movimientos de alza y algo parecido en Europa emergente, más influenciado, en este caso, por las turbulencias que afectan a los mercados financieros europeos, mientras que en Asia y Oceanía se espera un ligero movimiento al alza, que se adelantaría respecto de lo que se proyectaba hace algún tiempo.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere al caso de América Latina y consulta qué es lo que determina la ligera postergación de alzas, porque la discusión que se lee hoy no va necesariamente en la dirección que se ha señalado, citando el caso de Brasil, donde se observa una velocidad de normalización relativamente normal. Agrega tener la impresión de que esta situación no ha cambiado mucho en dos meses, lo mismo que en el caso de Perú.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que eso está matizado también por el hecho de que, en general, el nivel de las tasas es más alto en las economías emergentes, situándose hoy entre 3 y 4,5%. A su juicio, si la tasa rectora está en 4%, se puede hacer una pausa y esperar, mencionando que no es lo mismo postergar una decisión de alza de tasa si esta es levemente superior a 0%, que hacerlo cuando es de 4%; son dos decisiones distintas. Añade que sí llama la atención que la TPM promedio de las economías emergentes sea de alrededor de 4%, porque entiende que ha estado a un nivel mucho más bajo, pareciéndose a la situación de las economías desarrolladas.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, indica que se debe considerar que el señor Lehmann se refirió a un promedio simple. Explica que en América



Latina hay una cierta heterogeneidad, citando, a modo de ejemplo, que Colombia ha estado más bien en una postura de una política monetaria más laxa. Respecto de Brasil, indica que ha venido subiendo sus tasas, pero en un contexto en que partió algo rezagado, destacando que el discurso ha sido bastante más agresivo que la acción y que lo que ha estado esperando el mercado hace tres meses.

El señor Sergio Lehmann aclara que en el caso de Brasil, en particular, se esperan alzas adicionales durante el último trimestre del año y también durante el próximo. Añade que hay algunos cambios tal vez en el margen respecto del ritmo esperado de estas alzas, esperándose, por cierto, una normalización en los países latinoamericanos en general.

En cuanto a las expectativas de inflación, el señor Lehmann informa que no hay cambios significativos respecto de la última RPM, ya que solo hay algunos aumentos en el margen para Asia, excluido Japón, y para el 2011 no se advierten cambios muy importantes.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, refiriéndose a los indicadores de actividad. Destaca que la producción industrial y el mercado laboral continúan entregando señales positivas, aunque el ritmo de recuperación se ha moderado. Indica que en el caso de la producción industrial, se observan algunas reducciones en el margen, como en el Reino Unido; curvas tal vez algo más planas en las economías desarrolladas; y en las economías emergentes, en tanto, un cierto aplanamiento en la recuperación, como es el caso de México y China, mientras que el último dato de Brasil da cuenta de una ligera caída. Señala que en materia de creación de empleos sucede algo parecido, citando el caso particular de Estados Unidos, que está influido por la contratación asociada al censo que se va a llevar a cabo próximamente.

Respecto del escenario de crecimiento, indica que se registra una recuperación algo más moderada que en el Informe de Política Monetaria IPoM de marzo.

Hace presente, además, que los *commodities* muestran reducciones importantes, con caídas en todos los agregados y, particularmente, del trigo y el maíz, destacando la sola excepción de la celulosa, que anotó un aumento de 2% durante el último mes. Agrega que desde una perspectiva u horizonte algo más extenso, se observan caídas y algunas recuperaciones en el margen, como la del cobre, cuyo precio ha aumentado en los últimos 2 ó 3 días. Menciona, asimismo, que las proyecciones de los precios de *commodities* se han ajustado marginalmente para el año 2010 respecto de la RPM de mayo, siendo algo más importante el ajuste hacia el 2011, porque la recuperación que se está previendo para el próximo año sería más moderada que lo proyectado hace algunos meses.

El señor Presidente agradece la exposición del señor Sergio Lehmann y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que al analizar algunas variables en perspectiva, como acaba de hacerse en la presentación, da la sensación que las turbulencias del último mes, más moderadas o menos dramáticas quizás, aparecieron cuando nos encontrábamos en medio de ellas, por lo que aparece, entonces, una clara diferencia respecto de lo que ocurrió en septiembre del 2008. Agrega que la recuperación que se observa hoy sugiere que hay una fuerza central que está empujando la economía del mundo hacia adelante, entregando una visión algo menos dramática que la prevaleciente cuando se estaba en medio de ella.



El Presidente, señor José De Gregorio, declara compartir plenamente lo expuesto. No obstante, indica que no quisiera pensar que la actual coyuntura tiene algún parecido con aquella de Bearn Stearns y Lehman Brothers., cuando alrededor de julio del año 2008, la situación era difícil y los *spreads* eran altos. El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, señala no recordar exactamente lo que sucedió en ese período en términos económicos, pero destaca que hoy, todos los datos son positivos o, incluso, mejores que lo esperado.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que, a su juicio, los datos sobre fricciones en el mercado financiero y en la banca europea no se han normalizado mayormente, por lo que habría que tomar con cautela los *spreads* de los bancos y de los mercados monetarios europeos, entre otros. Reconoce que las tasas no han seguido aumentado en la misma magnitud que a fines o a principios de mayo, pero estima que ello no es suficiente para estar tan optimistas.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, plantea que hay ciertos indicadores cuyos promedios no entregan suficiente información, citando, a modo de ejemplo, el caso del CDS promedio de los bancos europeos, que daría cuenta de una estabilización, pero que no reflejaría la dispersión que puede haber entre los países de ese continente. Señala compartir el hecho que el escenario más probable es tranquilizador; no obstante, estima que hay que tratar de detectar dónde estarían las mayores vulnerabilidades, porque la probabilidad de que se desencadene un evento con efectos dominó no es, a su juicio, despreciable.

Respecto de ese tema, el señor Gerente de División Estudios considera que hay dos gráficos que son de utilidad. El primero, sobre el VIX, que muestra que los niveles actuales de volatilidad bursátil son parecidos a los que se registraron justo antes del problema de Bearn Stearns, esto es, en el período inmediatamente anterior a marzo de 2008, agregando que, en términos históricos, son niveles superiores a los registrados en el período de la gran moderación. Manifiesta que esta información se puede leer positiva o negativamente, porque el hecho de que haya alta volatilidad lleva a ser más precavidos y evita comportamientos demasiados agresivos en términos de toma de riesgos, pero, por otra parte, puede significar que hay vulnerabilidades no resueltas. Plantea que con los *spreads* bancarios ocurre algo similar, ya que los niveles actuales superan a los observados a mediados del 2007, cuando comenzó a desatarse la crisis *subprime*, lo que es favorable, porque no se vuelve a percibir que los riesgos bancarios sean inexistentes y porque hoy día se está algo por debajo de lo observado entre julio de 2007 y marzo del 2008, es decir, no se está en una situación parecida a la que se vivía en el momento en que quebró Bearn Stearns. A su juicio, ambas perspectivas se podrían ver ahora con cautela.

El Presidente, señor José De Gregorio, complementa, informando que hoy los bancos centrales están aplicando medidas de provisión de liquidez muy distintas de las que se aplicaron después de Bearn Stearns.

Con respecto a la pregunta del Consejero señor Sebastián Claro, de por qué los bancos norteamericanos reaccionan igual que los europeos, el señor Gerente de División Operaciones Financieras señala que en Europa hay bancos AAA y muchos bancos AA, mientras que en Estados Unidos hay muchos bancos, pero bancos pequeños, donde todos son A o menos que A, salvo Wells Fargo y JP Morgan, que son AA. Dado eso, y probablemente por el tipo de banco o fuente de información que consideró el señor Lehmann, piensa que se compararon bancos AA europeos con bancos estadounidenses



A o menos de A y, por lo tanto, probablemente frente a una turbulencia en Europa, los bancos norteamericanos también van a verse afectados. Para resumir, la reacción al unísono de bancos europeos y norteamericanos obedecería a que en Estados Unidos el número de bancos AA es insuficiente para contrarrestar lo que acontece en Europa.

No habiendo más comentarios, el Presidente, señor José De Gregorio, concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, para que presente el escenario interno.

El señor Claudio Soto inicia su presentación, señalando que el Imacec de abril sorprendió al Banco Central y al mercado, porque fue bastante mayor que el esperado. Indica que este dato tuvo cierta heterogeneidad, ya que el de industria fue alrededor de tres puntos porcentuales superior al previsto por la Gerencia a su cargo y porque la diferencia fue aún mayor en comercio y servicios en general.

Respecto de la industria, informa que se recuperaron los sectores que fueron menos afectados por el terremoto, retomando niveles incluso algo mayores que los que registraban antes del 27 de febrero, mientras que aquellos que fueron más afectados por esa catástrofe han estado recuperando sus niveles, pero todavía bastante lejos de los alcanzados antes de dicho evento.

En cuanto a las exportaciones, hace presente que los datos de la primera semana de junio dan cuenta que las exportaciones industriales se han venido recuperando de manera importante, tanto en términos reales como nominales.

El sector comercio, continúa, registra un aumento bastante generalizado en el mes de abril. Al respecto, menciona que una hipótesis sería que parte de este aumento obedecería a un cierto traslape de las cifras desde marzo hasta abril, es decir, que en marzo no se habría contabilizado toda la actividad comercial o habría habido ciertas postergaciones que recién se registraron en abril; de hecho, hace notar que se observa una cierta caída en marzo y una fuerte recuperación en abril. Con todo, destaca que el comercio presenta un dinamismo fuerte y generalizado, que no se circunscribe solamente a la venta de televisores y de las grandes tiendas, sino que incluye el comercio mayorista, minoristas y distintos tipos de bienes. Sostiene, asimismo, que las ventas de automóviles cayeron en marzo, pero volvieron a recuperar un dinamismo bastante importante en abril y en mayo.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que en materia de ventas de automóviles, resulta difícil argumentar que el terremoto pudo haberlas impulsado. El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, comenta que los *stocks* se agotaron en el primer trimestre, la gente efectuó reservas y luego llegaron las importaciones. El Gerente de División Estudios agrega que en el caso de los automóviles y de las viviendas ocurrió algo similar, porque el terremoto produjo una suerte de congelamiento de la decisión de gasto en estos bienes y que, de hecho, se produjo un frenazo en sus ventas en marzo, las que luego recuperaron, de cierta manera, la tendencia que traían previamente.

El señor Claudio Soto prosigue, manifestando que en materia de indicadores de consumo, las ventas del comercio al por menor, que es un indicador del INE que se sigue en Cuantías Nacionales para hacer un seguimiento más fino de ese sector, muestran, al igual que las cifras del Servicio de Impuestos Internos, una fuerte recuperación en abril. Destaca que no solo el componente durable registró un significativo aumento en dicho mes, sino que también el componente no durable, y todo ello en un contexto en que las expectativas de los consumidores todavía no son del todo optimistas;



de hecho, informa que el indicador es algo pesimista y que las series desestacionalizadas suben levemente respecto del mes previo, bordeando el pivote de 50.

En materia de importaciones, señala que se ha observado un fuerte repunte y luego una leve atenuación en el margen. Menciona, en especial, el gran aumento que registraron las importaciones de combustibles con ocasión del terremoto, así como también el alza de las importaciones de bienes de consumo, que reflejó claramente el efecto sustitución de importaciones por producción doméstica. Aclara que ello no implica que se esté enfrentando un adelantamiento de las decisiones de consumo, como si es el caso de las importaciones de bienes de capital.

El Consejero señor Sebastián Claro llama la atención sobre la dinámica semanal de las importaciones de consumo, que muestran un abultamiento estimado y cifras efectivas inferiores a lo proyectado, y consulta si acaso el abultamiento esperado no se materializó. El señor Claudio Soto responde que ello es así, efectivamente. Explica que la realización de un seguimiento semanal permite ver la dinámica en el mes, y que esta, que resultó ser de un fuerte aumento en las primeras semanas de abril, llevó a estimar un mes con cifras más positivas; no obstante, esto se revirtió durante la semana siguiente y, consecuentemente, se redujo la estimación para el mes. El señor Pablo García complementa, haciendo presente que lo proyectado para el mes a partir de las cuatro semanas de comercio exterior fue menor que lo proyectado a principios de mes, porque las importaciones tuvieron un abultamiento muy fuerte.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que en el caso de las importaciones de capital se observa una dinámica similar, registrando un fuerte abultamiento. Aclara, eso sí, que en este caso hay una diferencia, porque el aumento no obedece a una sustitución de producción doméstica, sino que es inversión genuina, ya que es maquinaria que ingresa directamente a inversión. Agrega que ello explica también la dinámica que se está observando para el perfil trimestral de la inversión, donde se tiene un fuerte crecimiento en el segundo trimestre y una suerte de frenazo en el tercero, en un contexto de expectativas empresariales que son bastante optimistas. Hace notar, asimismo, que las perspectivas de los consumidores y los empresarios difieren, excepto en construcción, que, en general, ha sido un sector bastante pesimista en el último tiempo, mientras que los otros tienen expectativas bastante optimistas.

En relación con el seguimiento más fino que se lleva a cabo con datos diarios de consumo energético, el señor Claudio Soto hace presente que sus niveles actuales ya son comparables con los observados antes del terremoto, especificando que con el dato de junio se puede pensar que ya en julio se estarían recuperando los niveles de producción que se registraban antes de esa catástrofe, fundamentalmente en los sectores industriales. Dado este escenario, manifiesta que el diagnóstico de actividad para este trimestre se corrige fuertemente al alza respecto de lo que se proyectaba en mayo, dada la sorpresa de abril, cuando se produjo un cambio en la composición sectorial, con bastante mayor dinamismo en el sector comercio y menor dinamismo de la industria, respecto de lo que se tenía en el IPoM, pero con más dinamismo de la industria que en la RPM pasada.

En cuanto a la demanda, señala que también se corrige al alza respecto del IPoM y marginalmente a la baja con relación a la última RPM. Destaca que la demanda sin inventarios también se corrige al alza respecto de la Reunión pasada, añadiendo que la visión imperante es que habrá menor acumulación de inventarios que lo previsto anteriormente, debido justamente al cambio en la composición sectorial del producto. Al respecto, plantea que el comercio no es un sector que acumule inventarios,



mientras que sí lo es el de industria, acotando que este último se ha visto algo más lento, por lo que se estima que acumulará menos inventarios y los postergará para más adelante.

Al continuar, el señor Claudio Soto hace presente que las exportaciones se están corrigiendo a la baja en forma importante respecto de lo que se tenía en el IPoM, lo que obedece a que minería, que es un sector que aporta bastante a las exportaciones y a los sectores industriales, ha tenido un rendimiento inferior al habitual.

El Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere luego al PIB, destacando que ha estado creciendo de manera más rápida que antes del terremoto, porque hay que recuperar los niveles que se perdieron como consecuencia de esta catástrofe y también con la crisis. Indica que esas dos razones explican la velocidad que se ha estado observando.

En cuanto al perfil anual para los componentes de demanda, indica que los niveles desestacionalizados dan cuenta que el consumo durable se acelera de manera significativa, estimándose eso sí que se podría frenar hacia el cuarto trimestre, dada la dinámica que ha exhibido el consumo de automóviles, que difícilmente puede ser tan sostenible de aquí a fin de año. Resumiendo, señala que se puede ver que el tercer trimestre recupera un cierto dinamismo, pero que podría moderarse hacia el cuarto trimestre.

Agrega que la inversión en construcción, en tanto, se acelera de aquí a fin de año, lo que es coherente con la idea de que los planes de reconstrucción van a tener más efecto hacia entonces; el consumo habitual no presenta grandes oscilaciones y tiene una tendencia que, de alguna manera, va cerrando la brecha que se generó con la crisis; el perfil de inversión, por su parte, muestra que en el segundo trimestre se produce un efecto de abultamiento, ya que se adelantan muchas decisiones de inversión, pero que ello no continúa en el tercer trimestre y sí retoma un ritmo más coherente con su dinámica más estacional en el último trimestre de este año.

El señor Soto hace presente también que se observa una acumulación de existencias durante los tres primeros trimestres de este año; que la variación de existencias con respecto al PIB del trimestre confirma una acumulación durante este y el próximo trimestre, en tanto que la velocidad de la demanda interna, de 4,8%, es coherente con un freno importante en la inversión.

El señor Claudio Soto destaca, a continuación, la recuperación del empleo en el mes de abril. Informa que si se compara la serie que incluye solamente las regiones afectadas por el terremoto con las del resto del país y la del total nacional, se observan efectos diferenciados, ya que, efectivamente, hubo una caída del empleo en las regiones afectadas por la catástrofe, no así en el resto del país. Informa que también se aprecia de manera bien clara el incremento de los inactivos en las esas regiones, o sea, de aquellos que declararon que no estaban buscando empleo ni que estaban trabajando, lo que, de alguna manera, atenuó la medición del desempleo en ellas. Añade que los ocupados de las regiones afectadas siguieron cayendo en abril, que los inactivos han seguido altos, pero que los inactivos a nivel nacional, que también habían aumentado en marzo, han retornado a los niveles previos al terremoto.

El Presidente, señor José De Gregorio, pregunta por el crecimiento anual del empleo. El señor Pablo García señala que el empleo total asciende 6,5 millones de



personas y el señor Claudio Soto agrega que, en abril, este registró una variación de 6,4% en doce meses, lo que implica alrededor de 400.000 personas.

El señor Soto prosigue, indicando que el empleo por cuenta propia experimentó un fuerte crecimiento en abril y que el empleo asalariado también aumentó, pero en menor medida. Comenta que a nivel sectorial, el fuerte aumento se registró en servicios y comercio, estimándose que parte de este correspondería a la creación de empleo por cuenta propia y a un cierto grado de informalidad que se estaría observando en estos sectores. Añade que la serie de empleo por cuenta propia ha sido bastante volátil y que ha estado muy afectada por el terremoto, ya que disminuyó en febrero y marzo y aumentó en abril.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, señala que se suelen observar flujos migratorios al interior del país, porque, a veces, las regiones que están afectadas por algún hecho positivo o negativo movilizan personas. Al respecto, estima que la caída en la fuerza de trabajo en las regiones afectadas solo es el resultado de una migración de esas zonas, por lo que la pequeña alza en la desocupación puede ser consistente con un alza en la tasa de desocupación bastante elevada.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comenta que la nueva serie de empleo le parece extraña, explicando el señor Pablo García que no se cuenta con el nuevo perfil estacional. El Consejero señor Enrique Marshall, en tanto, consulta si hay cambios en las preguntas de la nueva encuesta.

El señor Claudio Soto responde que lo más importante es el tratamiento del trabajo del hogar, es decir, la forma como se define si una persona está activa. Sobre el particular, indica que si una persona declara que trabaja una hora a la semana o que está dispuesta a hacerlo, se incorpora en la fuerza de trabajo, aunque no esté buscando trabajo, mientras que en la encuesta antigua la persona tenía que declarar que buscaba trabajo activamente para ser considerada parte de la fuerza de trabajo. Manifiesta que la nueva metodología genera un aumento importante en la tasa de ocupación, porque también se reduce el número de horas que debe trabajar una persona semanalmente para que se considere empleada.

El señor Soto destaca que también se tiene una serie nueva para los salarios. Hace presente que ya se cuenta con cuatro observaciones, las que registran muchas oscilaciones, mientras que si se revisa la historia, se advierte que en la serie antigua de los CMO no se observaban caídas de salarios, excepto en una ocasión en el año 2004. Agrega que el último dato da cuenta que los aumentos de salarios no se registran en un sector en particular, sino que son bastante generalizados, pero que, de todas maneras, destaca el aumento en el sector construcción, que era algo esperable, dado los efectos del terremoto; de hecho, es uno de los sectores que más incide en el aumento de los salarios.

En relación con la inflación, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que el IPC de mayo fue de 0,4%, en línea con lo que el Banco esperaba, en tanto que la variación del IPCX1, que fue de -0,2%, constituyó una sorpresa, ya que se esperaba una cifra levemente positiva. Detalla que las sorpresas correspondieron, por una parte, a transporte, por cuanto en el caso del IPCX1 se esperaban ciertos aumentos de las tarifas de buses interurbanos, que no se produjeron, y, por otra, a vestuario, cuya caída fue más intensa que lo esperado. Manifiesta que estas sorpresas negativas se compensaron con aumentos más significativos de las tarifas eléctricas y aumentos



también en frutas y verduras, que se esperaba que cayeran, dado el seguimiento que se había llevado a cabo durante el mes.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta si se dispone de información respecto al porcentaje de la canasta que está registrando aumentos de precios.

El señor Claudio Soto menciona que los precios, en general, están aumentando, y que las caídas solo corresponden a casos particulares. Comenta que el caso más notable es el de vestuario, que registra caídas sistemáticas por mucho tiempo. Respecto del transporte, en tanto, comenta que hay efectos estacionales que juegan bastante en la dinámica mes a mes y que más allá de eso se tienen aumentos más bien generalizados de precios, pero no de una magnitud importante.

Agrega que para los próximos meses se ha estimado un precio del petróleo más bajo que el considerado en la RPM pasada y algo más bajo también que el contemplado en el IPoM, con un tipo de cambio más alto que el promedio de los últimos diez días, lo que determina que el perfil de gasolina sea algo más bajo que lo que se tenía en mayo, pero no tanto más bajo. En cuanto al perfil de perecibles, indica que es más alto, dada la sorpresa positiva del mes pasado.

En cuanto a la proyección, hace presente que hay dos elementos relevantes: el primero, es la trayectoria de precios de los cigarrillos, respecto de los cuales se está suponiendo que hay un traspaso completo del alza del impuesto de aquí a noviembre; y el segundo, que la trayectoria de la tarifa del Transantiago aumenta más que lo que se consideraba en la RPM pasada, dada la sorpresa del mes anterior. Añade que hay un par de noticias adicionales al respecto, siendo la primera la tarifa del metro, que puede significar una sorpresa al alza, en tanto que la otra dice relación con un tema metodológico de cómo tratar el alza de los precios de las tarifas de los estudiantes, estimándose que podría tener alguna incidencia algo más baja en adelante respecto de la proyección, por lo que ambas noticias se compensarían de alguna manera.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta si hay evidencia del alza de los cigarrillos, porque, al parecer, no quedó reflejada en el IPC de mayo, como también por la incidencia que tendría la eventual reposición del impuesto de timbres y estampillas.

El señor Claudio Soto responde que una marca de cigarrillos aumentó sus precios en mayo, alza que se consideró para el período que comienza el 15 de mayo y se reflejará en el IPC de junio. En cuanto al impuesto de timbres y estampillas, indica que son 6 décimas más, que no están contempladas en este escenario y que de estarlo, implicaría 6 décimas más de inflación, porque el aumento porcentual de los gastos financieros no es 0,6, sino que es mucho mayor. El señor José De Gregorio complementa, explicando que esas décimas entran directo en los costos financieros, que ahora se miden sobre la tasa base y no sobre la tasa cero, por lo que los cambios en los costos financieros tienen ahora mayor incidencia en la inflación.

El Gerente de Análisis Macroeconómico presenta a continuación la proyección de inflación a seis meses, es decir, hasta diciembre, la que contempla que el IPCX1 va a tener aumentos no tan significativos, del orden de 0,2% de aquí a fin de año, con ciertas oscilaciones estacionales y con cambios importantes en algunos componentes del IPCX y del IPC total. Con ello, informa que la inflación llegaría a 3,8% en diciembre, mientras que el IPoM proyecta una variación de 3,7%.



El Consejero señor Rodrigo Vergara hace notar que la variación mensual de 1% que se proyecta para agosto está completamente desalineada con el 0,1 ó 0,2% que está esperando el mercado. El señor Claudio Soto responde que el mercado habría tenido una estimación superior a la del Banco para el mes de julio y menor para agosto. Comenta que con la proyección del Banco se llega a un nivel no tan distinto de aquí a tres meses con respecto a los seguros, y que hasta diciembre tampoco es muy distinto de lo que tiene el mercado, por lo que habría algo en el *timing* de los cambios de precios que puede estar explicando esas diferencias.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que en el IPoM de marzo se consideraba que este año terminaría con una inflación de 3,7%, nivel muy similar al que se proyecta ahora, pero que la brecha, como determinante de la inflación, no va a estar más cerrada que lo que estaba en el mes de marzo, dado que se tendrá un menor crecimiento y que se está neutralizando el efecto de este ruido en actividad sobre el producto potencial. Asimismo, indica que los precios internacionales están algo más bajos y que el dólar está algo más alto, por lo que en el margen todos esos elementos sugieren menor inflación. Dado eso, consulta qué es lo que al final del día está manteniendo la inflación igual, porque el impuesto de timbres y estampillas, que es un ítem que se podría considerar relevante, también estaba contemplado en marzo.

El señor Soto explica que la inflación *core* es menor que la que se tenía en el IPoM. Agrega que la inflación total tiene dos elementos: el primero, el perfil de frutas y verduras, que es más alto que en el IPoM anterior y que compensa, de alguna manera, los menores precios de la gasolina y la no inclusión del impuesto de timbres y estampillas. En consecuencia, señala que la parte *core*, que es la que se podría explicar con la brecha, está claramente más baja que lo que se tenía en el IPoM.

El señor Pablo García complementa, destacando que si bien la inflación estimada para este año es parecida a la que se tenía en el IPoM, la forma como se llega a ella es distinta, ya que antes había un abultamiento de inflación que la llevaba por sobre 4% y después bajaba a 3,8%, mientras que ahora se llega a 3,8% desde un nivel inferior. Añade que, en definitiva, se trata de una dinámica inflacionaria algo distinta, pero que calza con un dato parecido a diciembre.

El señor Claudio Soto informa, asimismo, que, en marzo, el impacto del Transantiago era menos intenso que ahora, lo que constituye también una diferencia importante.

En opinión del Vicepresidente, señor Manuel Marfán, las discusiones sobre el impuesto de timbres y estampillas no deben minimizarse, pero que para efectos de la inflación debe tenerse presente que solo impacta una vez. Agrega que para la estrategia de política monetaria de mediano plazo no tiene tanto impacto, excepto por eventuales efectos de demanda.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que, en ese sentido, quizás podría manifestar un grado de preocupación por el bajo nivel que registra la inflación subyacente, de solo 2% a fin de año, por lo que casi dos puntos de inflación responderían a estos efectos puntuales que comentaba el señor Vicepresidente, que no deberían alterar radicalmente la política monetaria.

El señor Pablo García añade que hoy se está haciendo política monetaria no consistente con presiones inflacionarias persistentes de 3,8% a seis meses más. Agrega que el 1,8% de inflación subyacente está bien considerado en la estrategia de



política monetaria, que es el que finalmente determina que la inflación llegue a 3% en dos años más.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, hace presente que el IPoM anterior contemplaba que la inflación llegaría 4% y que hoy este *peak* se está postergando hacia fines de año, porque, como señalaba el señor García, antes se llegaba a una cifra de inflación similar pero desde arriba, mientras que ahora se llega a ella desde abajo, lo que está indicando que hay una lógica macroeconómica y de efectos de corto plazo que son distintos.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, mencionando que la velocidad del IPCX1 es quizás la más relevante y se aceleraría en los próximos meses, mientras que el escenario de proyección de esa Gerencia supone que los últimos datos dan cuenta de una cierta atenuación. Advierte que eso conlleva dos riesgos: el primero, que no se acelere la X1 como está previsto en la proyección; y el otro, que se acelere y que no se frene hacia el final, lo cual haría que la inflación X1, que tiene un cierto abultamiento, crezca más y bordee el 4% en algún momento durante el próximo año, retornando después hacia 3%. Agrega que hay un efecto base, que va a llevar a que el X1 sea, de hecho, más alto que el IPC total durante el próximo año.

En cuanto a la trayectoria de los distintos componentes, el señor Claudio Soto destaca que los alimentos, los combustibles y los componentes resto son los que elevarían la inflación en los próximos meses, mientras que vestuario es el que ha contribuido a que la inflación no supere en un punto el nivel actual y el que se registrará hasta el fin del horizonte.

Al continuar, el señor Claudio Soto se refiere a los mercados financieros, destacando que las tasas *swaps* aumentaron después de que se dieron a conocer las noticias de actividad que reportó el INE a fines de mayo, en especial, los datos correspondientes a comercio e industria, no así cuando se informó el dato de inflación.

Respecto del tipo de cambio, manifiesta que si bien ha experimentado volatilidad, los niveles se han mantenido relativamente estables, casi en el centro del rango de intervalos definido para el tipo de cambio real de equilibrio. Agrega que una comparación del promedio semanal móvil de su volatilidad intradía, calculada esta última como el promedio del valor mínimo y máximo del tipo de cambio en una jornada, da cuenta que esta aumentó en el último tiempo, pero en menor grado que en abril y mayo, y que hoy es claramente menor que el promedio septiembre-diciembre de 2008, que fue el momento de mayores turbulencias.

El señor Claudio Soto informa a continuación que la bolsa local cayó entre mediados y fines de mayo, y que a partir de entonces registra un aumento importante, sobre todo en los últimos días. Añade que, comparada con las bolsas latinoamericanas y de otros continentes, el aumento resulta ser mucho más significativo.

En materia de tasas de colocación, señala que registraron algunas alzas, pero que luego han retrocedido en el margen en casi todos los segmentos y se han mantenido bajas, con la sola excepción de las tasas de los créditos hipotecarios. Respecto del crédito, en tanto, indica que se observa una tendencia de recuperación más sólida, en especial los créditos de consumo. Indica que ese aumento no es tan claro en el caso de los créditos para la vivienda en UF y los créditos comerciales, ya que los datos mensuales tienen bastante volatilidad y porque las tasas de variación anual están bastante influidas por un dato elevado que se registró a comienzos de año. Por último,



hace presente que las colocaciones de comercio exterior experimentan una recuperación, por el aumento que están registrando las exportaciones y las importaciones.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, mencionando que las velocidades de los agregados monetarios presentan caídas y que, incluso, llega a ser negativa en el caso del M2. A pesar de ello, destaca que el M1 sigue con velocidades muy altas y creciendo a tasas elevadas, y que el modelo está prediciendo que crecerá a una tasa aún mayor.

El Presidente, señor José De Gregorio, pregunta cómo puede ser que el modelo prediga que el M1 real crece 30% en doce meses, si la tasa nominal está constante y el producto crece 4%, ya que con una elasticidad de 1,5 daría como resultado solo 6 ó 7%.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, mencionando que las velocidades de los agregados monetarios presentan caídas y que la del M2 es negativa, incluso. A pesar de ello, destaca que el M1 sigue con velocidades muy altas y creciendo a tasas elevadas, y que el modelo predice que debería crecer a una tasa aún mayor.

El Presidente, señor José De Gregorio, pregunta cómo se explica que el modelo prediga que el M1 real crece 30% en doce meses, si la tasa nominal está constante y el producto crece 4%. Agrega que con una elasticidad de 1,5 daría como resultado un crecimiento de solo 6 ó 7%.

El señor Claudio Soto explica que hay un efecto base o de arrastre en lo que estima el modelo, ya que cuando la tasa es más alta predice que el crecimiento debe ser menor, lo que se revierte rápidamente. Indica que revisará las elasticidades utilizadas.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, deduce, a partir de la evolución de los residuos de largo plazo de la ecuación de demanda por dinero real, que la demanda por dinero efectiva es menor que lo que estima el modelo o lo que explicarían los fundamentales. El señor Pablo García, por su parte, señala que el nivel de la demanda real de dinero es inferior a la que se debiese observar dados los niveles de PIB y tasa de interés. El Consejero señor Sebastián Claro, en tanto, pregunta si esto corresponde a un exceso de demanda de dinero, lo que es confirmado por el señor Claudio Soto.

El señor Presidente indica que algo distinto ocurre con la demanda de dinero real de corto plazo, en que el residuo es positivo, y en cuyo caso se tiene un exceso de oferta de dinero. Dado eso, el señor Vicepresidente manifiesta que el dinero debiera ser retirado para llegar a un punto de equilibrio en que la demanda sea igual a la oferta.

En opinión del señor Presidente, este tema es fundamentalmente académico. Plantea que el crecimiento del dinero debiera ser igual al crecimiento real en el largo plazo y que llama la atención que en el periodo comprendido entre los años 2000 y el 2010, el crecimiento acumulado, de dos dígitos durante todos esos años, haya sido diez veces el crecimiento del producto. Pregunta, entonces, qué elemento en la demanda por dinero lleva a ese grado de monetización tan importante.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que, probablemente, la demanda por dinero es muy elástica a la tasa de interés, especialmente cuando la tasa de interés es muy baja, y que es eso lo que explica que la demanda por dinero crezca mucho a tasas muy bajas. Agrega, a propósito de la discusión académica, que si aumenta M y



hay rigidez de precios, la tasa de interés en el corto plazo se ajusta de tal manera de que haya equilibrio en el mercado monetario.

El Consejero señor Enrique Marshall se remonta a la oportunidad cuando se discutió el piso de la tasa de política monetaria, señalando que una de las razones que se esgrimió para no llevarla a 0% fue que se producirían trastornos en el mercado monetario, como, por ejemplo, que llegase a ser prácticamente indiferente entre invertir en un fondo mutuo o dejar los recursos depositados en la cuenta corriente. Sobre el particular, consulta qué ocurre si se incorpora el M2 o M3, a lo cual el señor Pablo García responde que su crecimiento ha sido aún más lento.

Para sintetizar, el Vicepresidente, señor Manuel Marfán, indica que Chile es uno de los países que tiene una relación M1 sobre PIB más baja, lo que, a su juicio, obedece a una larga historia de inflación. Señala, asimismo, que lo que el Banco recauda por señoreaje, como porcentaje del PIB, es ínfimo comparado con lo que obtienen los países desarrollados. Plantea que después de varios años de inflación baja, y en el entendido que el punto de partida es anormal para explicar tasas de dos dígitos en periodos largos de tasas de inflación baja, debiera haber una cierta tendencia a acercarse a una relación M1 a PIB algo más normal y, por lo tanto, se podría encontrar una tendencia de mayor monetización.

El Presidente, señor José De Gregorio, comenta que la innovación financiera en el mundo ha llevado a un aumento de los grados de monetización y, por ende, a la habilitación de un mayor número de cajas y de cajeros automáticos. Agrega que si se sigue de acuerdo a la teoría, se puede ver que la trayectoria de los residuos de largo plazo de la demanda real por dinero en algo se parece a la línea de nuestra historia inflacionaria. Al respecto, llama la atención sobre el nivel alcanzado por el residuo en los años 2007 y 2008, así como el alcanzado con una inflación igual a 0%. El Consejero señor Enrique Marshall señala que ese fue un período de turbulencias y de caídas en los precios de los activos, por lo que es normal que haya aumentado la preferencia por el dinero y que este haya permanecido en las cuentas corrientes.

A juicio del Consejero señor Sebastián Claro, la trayectoria del residuo se parece más bien a la velocidad de expansión del M2, mientras que el señor Presidente y el señor Claudio Soto coinciden en que más bien se parece a la trayectoria de la tasa de política monetaria.

Al finalizar esta discusión, el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, se refiere al planteamiento del Vicepresidente, señor Manuel Marfán, y explica que en los años 2000, las tasas de interés nominales fueron claramente inferiores a sus niveles históricos y, por lo tanto, lo que ocurrió habría sido, en parte, un proceso más de convergencia, que llevó a una monetización a tasas mayores que las que hubiesen correspondido dado el nivel de tasa prevaleciente.

El señor Claudio Soto retoma su presentación e informa que las expectativas de crecimiento para este año están en 4,5%, que para el 2011 se han corregido levemente al alza y que las expectativas de inflación muestran mucha oscilación. Al respecto, indica que entre las medidas de compensación, la uno en uno se mantiene algo por sobre la meta con bastante volatilidad, que la uno en uno de los bonos también está algo por sobre el 3%, lo mismo que las expectativas a un año de las encuestas, mientras que la encuesta a dos años está en 3% y no se ha movido.



Con respecto a las expectativas para esta Reunión, el señor Claudio Soto menciona que la Encuesta de Expectativas Económicas arrojó que la mayoría de los analistas piensa que se acordará un aumento de 25 puntos, y que entre un 10 y 20% de ellos respondió que podría haber un aumento de 50 puntos base. Agrega que las encuestas de Bloomberg y la de Operadores Financieros, en tanto, dieron como resultado que alrededor del 20% de los analistas estima que el alza será de 50 puntos base.

Finalmente, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que los modelos sugieren una trayectoria más *front loaded* para la tasa que lo que tiene el mercado, es decir, un aumento más intenso primero y luego, a partir de mediados del próximo año, aumentos algo más graduales.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al señor Claudio Soto su presentación y, no habiendo comentarios, da por finalizada la sesión de la mañana e informa que la sesión de la tarde comenzará a las 13:00 horas.

Siendo las 13:00 horas, el Presidente, señor José De Gregorio, da inicio a la sesión de la tarde y ofrece la palabra al Gerente de División Estudios, señor Pablo García, para que exponga las Opciones de Política Monetaria para la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios inicia su presentación, señalando que en su Reunión de Política Monetaria de mayo, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y consideró, además, que se acercaba el momento de iniciar el proceso de normalización de la política monetaria.

El señor García menciona, a continuación, los principales antecedentes desde la última RPM. En primer término, indica que los mercados financieros internacionales han continuado mostrando volatilidad, aunque no tan alta como la observada antes de la RPM previa; que el euro se depreció; y que a pesar de que los principales índices bursátiles se han reducido, las tensiones en los mercados interbancarios no aumentaron significativamente. A nivel local, informa que sigue siendo destacable que los diversos mercados financieros no hayan sufrido alteraciones mayores por estos eventos.

En segundo lugar, hace presente que, si bien los contornos generales del escenario internacional de consenso no se han visto alterados mayormente, se considera probable que se produzcan reducciones en las tasas de crecimiento esperadas para el próximo año como consecuencia de las turbulencias recientes.

Como tercer antecedente destacable, menciona que las cifras de actividad han retomado niveles similares a los observados antes del terremoto y que la demanda interna ha continuado mostrando un dinamismo relevante, incluso mayor que el previsto, mientras que las condiciones financieras se han normalizado. Comenta, asimismo, que las cifras de inflación de corto plazo han estado dentro de lo previsto, aunque con registros subyacentes reducidos.

Respecto de la decisión que debe adoptarse en la presente Reunión, el señor Pablo García informa que los analistas esperan unánimemente un incremento en la TPM, inclinándose una mayoría por un incremento de 25 puntos base, y que los precios de activos financieros también consideran que un incremento de la TPM en esta Reunión es casi una certeza.



El Gerente de División Estudios subraya que la principal consideración para la presente Reunión es la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de junio, además de los aspectos tácticos y comunicacionales, los que llevan a que las opciones más plausibles en esta ocasión sean aumentar la TPM en 25 ó en 50 puntos base.

Plantea que de forma muy similar a la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de marzo, en el IPoM de junio se contempla un proceso de normalización monetaria que elevaría la TPM en torno a 250 puntos base hasta fin de año y en aproximadamente 150 puntos base más en los primeros tres trimestres del 2011, lo que implica incrementos de 25 puntos base o de 50 puntos base durante varios trimestres.

El señor Pablo García explica que en esta trayectoria confluyen básicamente tres aspectos: por un lado, el escenario mundial que, aunque afectado por las turbulencias financieras, sigue siendo positivo para Chile en términos de crecimiento global, de condiciones financieras y precios de *commodities*; por otro lado, el dinamismo de la actividad y la demanda, que estaría presentando un abultamiento relevante en el curso de mediados de este año y que tenderá a normalizarse hacia el año 2011; y, finalmente, tendencias acotadas para las presiones inflacionarias que se observan en la coyuntura. En su opinión, todos estos aspectos permiten considerar un proceso de normalización gradual hacia niveles más neutrales para la política monetaria para fines del año 2011 y principios del 2012. No obstante, pone énfasis en que se debe tener presente que eventos futuros que alteren estas consideraciones tendrán, indudablemente, efectos en la conducción de la política monetaria, afectando principalmente el ritmo y la velocidad de normalización de la TPM hacia un nivel más neutral.

El Gerente de División Estudios destaca, a continuación, que escoger la velocidad a la cual se inicia este proceso de normalización no es una elección evidente, puesto que requiere balancear diversas consideraciones. Al respecto, indica que existe el *trade off* de iniciar este proceso de manera gradual, pero con el riesgo de que sea necesario acelerarlo en el futuro si el entorno inflacionario se torna más desafiante, *versus* un inicio más agresivo, con el riesgo de que se deba moderar su ritmo si el entorno así lo requiere, por ejemplo, por perspectivas de crecimiento más debilitadas que sugieran menores presiones inflacionarias.

A juicio del señor Pablo García, este tipo de consideraciones plantea el costo de reversiones de política, ya que, como se ha señalado, este riesgo existe en la actualidad, pero principalmente en lo que dice relación con la velocidad y gradualidad del ritmo de normalización en el corto plazo y no con su materialización. En este sentido, manifiesta que no es obvio que el costo de reversiones de política sea mayor o menor en caso de iniciarse el proceso de alzas con un aumento de 25 puntos base o de 50 puntos base, o que la información que se gane en los próximos meses sea más útil en una u otra dirección. Al respecto, señala que se puede tomar en cuenta que, frente a escenarios financieros complejos que tensionen los mercados monetarios, tal como se vio a fines del año 2008, el principal instrumento no son las acciones de política monetaria, sino que las medidas que enfrenten directamente la iliquidez y la turbulencia en los mercados. Destaca, asimismo, que sigue siendo evidente que la política monetaria es altamente expansiva y que el logro de la meta de inflación requiere comenzar a reducir su expansividad en el corto plazo.

A diferencia del mes pasado, informa que las expectativas privadas respecto de esta Reunión consideran de forma prácticamente unánime que se producirá un incremento de la TPM, detallando que una mayoría relativa de observadores se inclina



por un incremento de 25 puntos base, que entre un 10 y un 20% de ellos anticipan un incremento de 50 puntos base, mientras que los precios de activos contemplan para las reuniones de junio, julio y agosto un aumento de 50 puntos base y dos aumentos de 25 puntos base. En ese sentido, plantea que una decisión en una u otra dirección no debería ser muy sorpresiva. En términos comunicacionales, en tanto, recalca que ha quedado claro que la decisión sobre la TPM debe enmarcarse en el mensaje global de política monetaria del IPoM, y que el hecho de que este Informe se divulgue un día después de la RPM permite poner el peso de la racionalidad para el accionar de política en él y no solo en el comunicado o en la minuta de política monetaria.

El Presidente agradece la exposición del Gerente de División Estudios y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan, señala que en el frente externo, los mercados financieros se han estabilizado en algunas dimensiones, pero con primas por riesgo significativas, y que las condiciones de financiamiento de la banca internacional permanecen estrechas. En el frente interno, destaca el dinamismo de la demanda, impulsada por expectativas favorables de consumidores y empresas y por la reconstrucción y reposición de bienes, y acompañada, además, de una reactivación del crédito.

En relación con la TPM, plantea que la situación en Europa no debiese ser un motivo para no subir las tasas hoy. En este sentido, declara coincidir con la Minuta de Opciones por varias razones. En primer lugar, porque los impactos en los mercados financieros locales y en los *spreads* de deuda externa han sido muy acotados, y porque no se han observado efectos de la situación externa en la oferta de crédito (*spreads*) bancario, ni en los *spreads* de la deuda privada, como tampoco en los montos de crédito otorgados. En segundo lugar, porque lo más probable es que el escenario de Europa no se normalizará en el corto plazo. En su opinión, esta normalización dependerá de cifras y anuncios fiscales con frecuencia semestral o trimestral, por lo que si se espera un escenario de "normalidad", se arriesga una dinámica interna que compromete el objetivo inflacionario. Como tercera razón, indica que las proyecciones base ya incorporan un menor crecimiento en Europa y, como último fundamento, menciona que, en caso de materializarse mayores restricciones de oferta de capitales externos, esto se debiese abordar con políticas de liquidez en dólares, tal como se hizo en octubre del año 2008, o con otros instrumentos afines. Más aún, estima que de esta forma se pueden abordar estos problemas con rapidez, no así la dinámica inflacionaria.

Finalmente, y en relación con la magnitud del alza de la TPM, manifiesta que el nivel actual de las tasas, históricamente bajo, así como la dinámica de demanda interna y una serie de *shocks* de precios puntuales ameritan un aumento de 50 puntos base.

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

El Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín, inicia su intervención señalando que la cifra de inflación de mayo, de 0,4% mensual y de 1,5% en doce meses, fue levemente superior a lo esperado, debido fundamentalmente a alzas en los componentes volátiles y de precios regulados. Añade que el IPC subió solo 0,2% mensual, mientras que el IPCX1 anotó una caída mensual de 0,2%, lo que mantiene



ambas mediciones en valores negativos en doce meses, de -0,1 y -0,9%, respectivamente.

Entre los componentes volátiles, destaca el alza de 2,4% mensual de la gasolina, mencionando que parte de este aumento se debió a problemas puntuales de oferta por fallas en grandes refinerías de la costa estadounidense del Golfo de México. Asimismo, hace notar que el componente de frutas y verduras frescas experimentó una variación mensual de 1,6% y que productos como el tomate y otras verduras de la estación registraron importantes alzas durante mayo, lo que, en todo caso, responde a un comportamiento propio de esta época del año, cuando su oferta disminuye y aumentan sus precios.

En cuanto al componente transporte, hace presente que el alza del servicio de transporte multimodal explicó una parte importante del resultado del mes, con una variación de 7,3% mensual y una incidencia de 0,15 puntos porcentuales, lo cual se debió fundamentalmente al incremento de \$20 de la tarifa del Transantiago que, si bien entró en vigencia el 17 de abril, se computó en el IPC de mayo por razones metodológicas. Añade que otra de las tarifas reguladas que contribuyó al alza del IPC fue el aumento de 1,4% mensual que experimentó la electricidad.

El señor Felipe Larraín destaca, a continuación, que aun cuando la inflación acumulada a mayo de 2010 es de 1,7%, el IPCX1 acumula 0% en este periodo. Explica que ello obedece a que los aumentos de precios observados durante los últimos meses se han debido, esencialmente, a fenómenos puntuales, por lo que hasta ahora, al menos, no existen presiones significativas sobre la inflación.

En opinión del señor Ministro, las cifras revelan que, pese a que continuarán observándose efectos en el IPC como consecuencia de los aumentos futuros en la tarifa del servicio de transporte multimodal, las presiones inflacionarias están contenidas. Manifiesta que esta visión se confirma al observar la Encuesta de Expectativas Económicas de junio, que arrojó que las expectativas de inflación continúan dentro del rango de tolerancia del Banco Central de Chile, esperándose que alcance a 3,5% este año y a 3,2% el próximo, así como también al revisar las expectativas de inflación que se derivan de las tasas de mercado de los BCP y BCU a 5 años, las que no solo arrojaron también un valor de 3,2%, sino que confirman que las expectativas de inflación siguen contenidas incluso a plazos más largos.

Al continuar, el señor Larraín indica que, en abril, los salarios nominales registraron un aumento importante, aunque en términos interanuales se encuentran aún bastante por debajo de las cifras observadas en el 2009; que las remuneraciones crecieron 3,2% en doce meses y que el costo de la mano de obra lo hizo en 4,1%.

Por otra parte, menciona que el peso ha seguido fluctuando respecto del dólar desde la Reunión de mayo, en línea con los vaivenes de la economía internacional, por lo que este factor no ha generado efectos significativos sobre el valor agregado de precios del último mes.

En términos de actividad económica, hace especial mención al IMACEC de abril, que sorprendió al mercado al registrar un aumento interanual de 4,6% y superar ampliamente las expectativas, que ubicaban a la cifra en torno a 2,5%, lo cual ha contribuido a mejorar las expectativas de crecimiento para la economía chilena para el presente año.



A pesar de esta buena noticia, expresa que los temores sobre la situación fiscal en varios países europeos continúan siendo una fuente importante de incertidumbre externa, ensombreciendo las perspectivas de crecimiento mundial y poniendo, consecuentemente, un margen de dudas sobre las de Chile. En su opinión, aunque se continúe creyendo que los efectos de un problema externo complejo sobre la economía chilena debieran ser acotados, la materialización de un escenario adverso podría poner en riesgo la recuperación. A su vez, comenta que el ambiente de mayor incertidumbre ha generado importantes fluctuaciones en los precios de los *commodities* desde la última Reunión, llevando el precio del cobre a valores inferiores a US\$3 la libra.

En este contexto, declara que el Ministerio de Hacienda estima que lo más adecuado es iniciar el proceso gradual de normalización de la política monetaria, a fin de evitar posteriores alzas abruptas en la tasa de instancia que signifiquen un freno significativo en la actividad económica.

Para concluir, el señor Felipe Larraín reitera que ese Ministerio ha impulsado medidas que persiguen el financiamiento balanceado del proceso de reconstrucción, sin provocar efectos indeseables sobre el tipo de cambio, la inflación y las tasas de interés.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la intervención del señor Ministro de Hacienda y, a continuación, da paso a la votación, concediéndole la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

El señor Rodrigo Vergara agradece el trabajo preparado por el *staff* del Banco y señala que luego de varios meses con tasas de interés en el mínimo histórico, ha llegado el momento de empezar el proceso de normalización de la política monetaria. Aclara que, en rigor, este proceso ya comenzó con el retiro paulatino que se hizo de la FLAP, por lo que se está refiriendo a la normalización de la TPM.

En cuanto al ámbito externo, destaca que la incertidumbre en Europa se mantiene y que si bien la situación parece tranquilizarse hace más que un par de días, se observa, en general, una alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. Hace notar también que los riesgos de que la situación externa se siga deteriorando siguen presentes, por lo que deben ser considerados a la hora de tomar decisiones de política monetaria. Al respecto, menciona que en las últimas semanas se ha observado un aumento en la volatilidad de los mercados accionarios, un alza en los *spreads* crediticios y un retroceso en los precios de los productos básicos. Así también, agrega que, aun cuando la situación está lejos de acercarse a los niveles de turbulencia registrados durante la peor parte de la crisis de los años 2008 y 2009 y que el escenario más probable parece ser todavía benigno, no se puede descartar un deterioro en la situación europea y un traspaso del mismo al resto de la economía mundial. Agrega que las dudas sobre la solvencia fiscal de muchos países no se han despejado del todo, a pesar de los paquetes de ajuste anunciados por muchos de ellos, y que, de igual forma, persisten dudas sobre la situación del sistema financiero de algunos de estos países, en particular si acaso están en una posición de solvencia para hacer frente a un deterioro adicional de la economía.

El señor Vergara señala que en el ámbito interno, los efectos del terremoto en la actividad, que fueron en el muy corto plazo superiores a lo esperado, se han revertido con fuerza y que si bien aún hay sectores que no están totalmente normalizados, la situación parece ir rápidamente hacia dicha normalización. Añade que el sector industrial, particularmente afectado por el sismo, debiera registrar mejores cifras en los



próximos meses, y que el comercio ha tomado una fuerza inusitada, probablemente influido por factores puntuales que debieran irse moderando en las próximas mediciones. Con todo, estima que las perspectivas de crecimiento para este y el próximo año son promisorias.

El Consejero aludido prosigue, indicando que la demanda interna sigue presentando un crecimiento vigoroso, impulsada por la formación bruta de capital fijo y por un consumo muy dinámico. Sobre el particular, considera que a pesar de que es probable que este crecimiento se modere durante la segunda parte del año, en cuanto parece haber efectos puntuales asociados a este gran dinamismo, es esperable un fuerte crecimiento en la demanda interna para la totalidad del año, muy por sobre el crecimiento del PIB.

En relación con la inflación, el señor Rodrigo Vergara informa que ha sido algo inferior a lo previsto, esperándose, no obstante, que siga registrando alzas a lo largo del año. Agrega que, a mediano plazo, las estimaciones vuelven al punto medio del rango meta. Destaca, asimismo, que la inflación subyacente, IPCX e IPCX1, sigue en valores negativos en doce meses, debiendo normalizarse gradualmente también.

Respecto de la TPM, manifiesta que su nivel actual es fuertemente expansivo y claramente más bajo que lo que se puede considerar razonable en tiempos normales. Al respecto, indica que si bien es posible argumentar que todavía no se llega a dicha normalidad, ciertamente se está más cerca de ella que hace unos meses. Por esta razón, estima que lo razonable y prudente es comenzar ahora el proceso de normalización de las tasas de interés de política. Añade que el mercado así lo ha entendido y que las encuestas muestran que solo un 10% pronostica la mantención de la TPM en su nivel actual.

Destaca que la pregunta que surge, entonces, es sobre la magnitud que debe alcanzar el ajuste en esta oportunidad. En su opinión, dado el escenario antes expuesto, todo indica un proceso gradual y sin premuras, y que la señal, en ese sentido, apunta a la tranquilidad. A pesar de ello, manifiesta que el nivel extraordinariamente bajo de la TPM actual tampoco otorga demasiado tiempo para llegar a niveles al menos similares a la inflación esperada en un tiempo razonable. Por ello, estima que un incremento de 50 puntos base es lo adecuado. Plantea que es algo superior a lo que espera la media del mercado y, por lo mismo, es también una señal clara que el Banco Central será intolerante frente a eventuales presiones inflacionarias.

A su juicio, al dar en el comunicado la señal de que se inició el proceso de normalización de la TPM, será natural y deseable que el mercado considere que este es el comienzo de un proceso. No obstante, estima importante también que se destaque que su velocidad dependerá de las condiciones económicas generales y, en particular, del incierto escenario externo.

En razón de lo anteriormente expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por subir la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 1%.

A continuación, el Consejero señor Sebastián Claro indica que las últimas cifras dan cuenta de importantes novedades internas y externas. Por una parte, señala que después de una caída mayor a la esperada luego del terremoto, la actividad muestra una recuperación importante, impulsada por el comercio, y que se observa un rebote en la actividad industrial que enfatiza que el efecto de esa catástrofe sobre la actividad fue significativo, pero eminentemente transitorio. Destaca que la demanda interna crece a



tasas bastante altas y constituye un fenómeno al cual hay que prestarle especial atención. Por el lado del gasto privado, plantea que esto parece reflejar una recuperación en los niveles de consumo que fueron afectados por la recesión del año 2009, y que es esperable una moderación en esta tendencia en los próximos trimestres, lo que hay que estar evaluando permanentemente y con especial cuidado. Asimismo, menciona que se observa un fuerte dinamismo en la inversión, lo que también explica el dinamismo de la demanda.

En relación con los datos de inflación, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que aun cuando han sido algo menores a los esperados, especialmente aquellos de las series *core*, estima que la trayectoria, en general, está en línea con las proyecciones internas y de agentes privados, que sugieren un paulatino aumento de la inflación en los próximos trimestres.

En su opinión, la recuperación de la tendencia de crecimiento previa al terremoto, las señales de normalización de las presiones inflacionarias y la dinámica de la demanda interna justifican el inicio del proceso de normalización de la política monetaria en la presente Reunión, desde niveles ultra expansivos.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que este panorama, que concuerda a grandes rasgos con el previsto antes del terremoto y que es esperado por el mercado, contrasta con la incertidumbre externa proveniente de las economías europeas. Al respecto, menciona que la crisis fiscal en Grecia y otros países de Europa; la implementación de paquetes fiscales durante la crisis, que debilitaron fuertemente la posición de solvencia de los gobiernos; y las dudas sobre la exposición de la banca europea, han producido un significativo aumento en las tasas de interés en activos riesgosos en los últimos meses y una caída en el valor del euro. A su juicio, más allá de la posible sobre-reacción que los precios de mercado puedan estar reflejando, el problema fundamental en algunos países de Europa de sobreendeudamiento es efectivo, lo que llevará a un ajuste importante de gasto fiscal y de menor dinamismo en la actividad.

El señor Sebastián Claro hace presente que la viabilidad de los mecanismos tradicionales para solucionar estos problemas, como los ajustes fiscales, la devaluación y la reestructuración de la deuda, están en seria duda, lo que incrementa la incertidumbre sobre el desenlace en las economías europeas. Considera que los programas del Banco Central Europeo para adquirir títulos soberanos y proveer liquidez a la banca pueden ayudar transitoriamente a evitar un quiebre en los mercados, pero que, sin embargo, no se puede descartar que en algunos meses más signifique un recrudecimiento de las dudas fiscales, dada la acumulación neta de pasivos por parte de los gobiernos.

El señor Claro advierte que esta incertidumbre en Europa pone una nota de cautela sobre el escenario internacional que se enfrenta y sobre las condiciones que justifican una mantención en la dinámica de la demanda interna en Chile. Sobre el particular, señala que en el escenario base del IPoM de junio se corrige el crecimiento mundial del año 2011 para incorporar en parte este efecto, pero que es la posibilidad de un problema financiero mayor la principal fuente de incertidumbre externa actualmente, ya que los problemas de acceso a financiamiento en la banca europea, las dudas sobre su cartera y la limitada capacidad de los gobiernos para acudir a su capitalización ponen una luz de alerta importante sobre la situación financiera y las perspectivas de crecimiento de mediano plazo en Europa.



Dada esa combinación de noticias, el Consejero aludido estima que lo razonable es proceder a retirar gradualmente el estímulo monetario, como ya ha sido anticipado. A su juicio, esto no minimiza en absoluto los riesgos que el escenario externo regala, sino que se justifica principalmente por la necesidad de graduar la excesiva expansión monetaria actual. Al respecto, manifiesta que no parece prudente esperar un desenlace de la incertidumbre externa con un estímulo monetario excesivamente alto, en un contexto en que la toma de riesgos ha registrado un aumento importante, la demanda por liquidez ha ido disminuyendo y la demanda interna y la actividad doméstica muestran una recuperación importante. En su opinión, esto permite adelantarse a un escenario en el que la inflación aumente y la política monetaria se quede sustancialmente atrás.

El señor Sebastián Claro señala que las dos opciones consideradas son razonables, toda vez que el mensaje principal es sobre la trayectoria futura de la política monetaria; no obstante, manifiesta que en esta ocasión es partidario de un aumento de la TPM de 50 puntos base, dado que el nivel extremadamente expansivo de la política monetaria es, actualmente, difícil de justificar.

Plantea que lo más probable es que este proceso deba continuar en los próximos trimestres y que su ritmo dependerá de cómo se vaya consolidando el proceso de recuperación de la actividad internamente, de la evolución de los problemas financieros en Europa y de su impacto sobre la inflación internamente. Hace presente que no se puede descartar que la normalización de la política monetaria tenga que continuar a un ritmo alto, en la medida que la recuperación y las tendencias inflacionarias se consoliden, pero que, al mismo tiempo, es clave enfatizar que la política monetaria deberá considerar con especial cuidado los acontecimientos externos que, en su opinión, conllevan riesgos grandes, así como sus implicancias sobre la actividad e inflación en Chile.

Continuando con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado y destaca que se llega a esta Reunión al finalizar el proceso de elaboración del IPoM de junio, que aporta el beneficio de contar con un análisis macroeconómico más completo que el habitual.

El señor Enrique Marshall manifiesta que las noticias del último mes han mostrado bastante contraste entre aquellas provenientes del exterior y las originadas en el plano interno. Menciona que en el frente externo, la incertidumbre generada por la crisis de Europa se mantiene y que los indicadores más recientes sugieren algún grado de estabilización. Al respecto, señala que si bien los efectos de las turbulencias financieras sobre la actividad mundial aún no están plenamente reconocidos por los analistas, el escenario base ya ha incorporado un ajuste hacia abajo en el crecimiento global. Hace presente que estas tensiones no son completamente sorpresivas, que persisten problemas estructurales que seguirán generando volatilidad en los mercados financieros por algún tiempo y que aun cuando los efectos para las economías emergentes parecen acotados por el momento, no se pueden descartar completamente escenarios más adversos. En su opinión, es probable que el retiro del estímulo monetario en los países desarrollados se postergue, como resultado de la incertidumbre prevaleciente en los mercados internacionales, mientras que las economías emergentes, en su mayoría se encuentran encaminadas o en proceso de normalización.

En cuanto al frente interno, indica que las noticias han tenido un sello con implicancias distintas. Destaca, en primer término, que la actividad ha mostrado recuperación, que las últimas cifras conocidas sorprendieron al alza y que, con ello, la disrupción de corto plazo provocada por el terremoto, que resultó mayor que la prevista,



se ha superado en buena medida y con relativa rapidez. En segundo lugar, menciona que la demanda se expande a un ritmo bastante significativo, superior al de la actividad, lo que se ve reflejado en la evolución de las importaciones. En su opinión, ello respondería, en parte, a un efecto por una vez asociado al terremoto y a una recuperación de niveles previos, de manera que parece razonable esperar que las altas tasas de expansión que se están observando se moderen en alguna proporción en adelante. Con todo, hace notar que las proyecciones sugieren un crecimiento de la demanda y actividad relativamente vigoroso en los próximos trimestres.

El señor Enrique Marshall estima que esta visión, compartida por el mercado, parece bien sustentada, ya que el consumo retoma su dinámica habitual y la inversión se ve favorecida por los esfuerzos de reconstrucción. Asimismo, considera que la política monetaria seguirá brindando impulso y el sistema financiero, que ha entregado señales de creciente normalización, está en condiciones de atender la demanda por crédito que surja del sector privado.

Plantea, sin embargo, que existe alguna incertidumbre sobre la velocidad que podría adquirir el crecimiento en el mediano plazo. En ese sentido, manifiesta que factores claves a monitorear son la crisis europea en curso y, en el plano interno, el vigor que siga exhibiendo la demanda interna.

Respecto de la inflación, indica que las noticias no han deparado grandes sorpresas y se muestran bastante en línea con proyecciones previas, y que las expectativas del sector privado para el mediano plazo se encuentran bien ancladas a la meta.

Para resumir, el señor Marshall señala que la actividad retoma una senda de crecimiento y la inflación, con vaivenes, se muestra en un proceso de convergencia a la meta.

El Consejero aludido hace presente que, dado que la TPM se ubica en un nivel extremadamente bajo, surge con claridad la necesidad de proceder a normalizar su nivel, de acuerdo con lo anticipado. Al respecto, expresa que las condiciones que se enfrentaron en su momento justificaban plenamente la decisión de bajar drásticamente la TPM, como efectivamente ocurrió, no obstante esas condiciones han cambiado. En ese sentido, declara compartir plenamente las opciones planteadas por la Gerencia de División de Estudios. En su opinión, las tensiones en los mercados financieros internacionales, si bien deben ser monitoreadas, no justifican postergar una decisión como se ha señalado reiteradamente en la presente Reunión, enfatizando que el riesgo de no actuar en esta oportunidad es bastante alto.

El Consejero señor Enrique Marshall estima que si bien las opciones de subir 25 ó 50 puntos base no son sustancialmente distintas, presentan algunas diferencias o matices en cuanto a la evaluación de los riesgos que se enfrentan. Sostiene que la opción de subir 25 puntos base, junto con denotar una mayor preocupación por los desarrollos externos, sugiere un curso de normalización más cauteloso, que reduce el riesgo de modificaciones o reversiones posteriores, pero que aumenta el riesgo de quedarse atrás; la opción de subir 50 puntos, en cambio, denota una mayor preocupación por llevar la política monetaria a una posición más equilibrada, considerando las señales que está entregando la economía interna. A su juicio, con ello, se reduciría el riesgo de que la política monetaria deba contemplar ajustes posteriores rápidos y significativos con los costos que estos acarrearán. Agrega que aun cuando el mercado espera



mayoritariamente un alza de 25 puntos base, la decisión de subir 50 puntos base no debería resultar sorpresiva y, por tanto, debería ser asimilada sin sobresaltos.

Sopesando todos estos elementos, el Consejero señor Enrique Marshall se inclina por entregar una señal más clara de que se debe avanzar en la normalización de la política monetaria, ya que ello conlleva menores riesgos en adelante y, por tanto, vota por subir la TPM en 50 puntos base, para dejarla en 1%.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff*, y señala que en esta oportunidad se beneficia del análisis contenido en el IPoM que se dará a conocer al día siguiente y, finalmente, que hace suyos los nuevos antecedentes respecto de la TPM anterior contenidos en el punto 2 de la Minuta de Opciones, a los que añade los siguientes comentarios.

En primer término, indica que las turbulencias financieras originadas en la Zona Euro se mantienen latentes, aunque la mirada hoy es algo más optimista que hace un mes. Con todo, estima que aún no se puede descartar un escenario de agravamiento financiero, con una probabilidad que sigue siendo no despreciable. En segundo lugar, plantea que frente a ello, la política monetaria ya postergó el inicio de su normalización, debiendo haber comenzado hace un mes atrás. Señala, asimismo, que el nuevo escenario base, por primera vez no considera la proyección de consenso para la economía mundial, estimándose más bien una ralentización del crecimiento en las principales economías desarrolladas, especialmente en Europa.

En lo interno, manifiesta que las recientes cifras de crecimiento han sorprendido al alza y que la interpretación más plausible de ello parece ser que el bache de crecimiento de corto plazo provocado por el terremoto y maremoto del 27 de febrero último, replica una forma de "V" más profunda que la estimada originalmente, pero donde también se estima que el nivel de actividad actual es similar al del IPoM anterior.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, coincide con la Minuta de Opciones en que la normalización de la política monetaria debe iniciarse en esta oportunidad y que la decisión está entre subir la tasa 25 ó 50 puntos base. Tal como se señaló, comparte que los riesgos provenientes de la economía internacional ya han afectado la política monetaria. No obstante, el escenario más probable sigue siendo, a su juicio, el de una trayectoria de crecimiento que conlleva un cierre de brechas al inicio del próximo año, agregando que de aquí hasta entonces, la normalización deberá tener un ritmo más acelerado que el contemplado tanto en la Encuesta de Expectativas Económicas como en los precios financieros, pero con un nivel de tasa más bajo hacia fines del horizonte de proyección.

Sostiene que, en este tipo de coyuntura, postergar alzas significará aumentos mayores en el futuro, incluso no descartando alcanzar una instancia monetaria francamente contractiva. En su opinión, una normalización más cóncava, es decir, más acelerada al comienzo y más lenta después, da más garantía de convergencia simultánea de la inflación y la actividad a sus niveles de equilibrio de largo plazo. Asimismo, señala que cuando hay diferencias relevantes entre las expectativas del mercado y las proyecciones de nuestros modelos y lo que es la convicción del Banco Central de Chile que va a ser la trayectoria más probable hacia el futuro, debe primar claramente en la decisión del Consejo la proyección que adopte. En ese sentido, indica que basar las decisiones en las expectativas, sencillamente lleva a que los modelos no cierren matemáticamente.



Por todo lo anterior, el Vicepresidente, señor Manuel Marfán, señala que su voto es por elevar la tasa de política monetaria en 50 puntos base, situándola en un 1% y que, a su juicio, el tono del comunicado debe ser optimista en lo interno y cauteloso en lo externo.

El Presidente, señor José De Gregorio, plantea que el escenario macroeconómico no difiere sustancialmente del analizado el mes pasado. Destaca que, en esta oportunidad, el Consejo se beneficia, además, del detallado análisis de la coyuntura y de las perspectivas inflacionarias contenidas en el IPoM de junio, así como del análisis efectuado el día anterior y que será presentado durante la mañana siguiente a la Comisión de Hacienda del Senado. Asimismo, hace propicia la ocasión para agradecer al *staff* por el excelente trabajo realizado y compromiso demostrado en la preparación del IPoM y del IEF correspondiente al primer semestre de este año.

El señor Presidente indica que, en el ámbito interno, la economía ha retomado con algo de mayor fuerza el dinamismo que se esperaba ocurriera una vez disipadas las disrupciones del terremoto, aclarando, en todo caso, que esta mayor recuperación es, en parte, la consecuencia de una debilidad mayor a la esperada en los meses de febrero a abril. Con todo, señala que la economía se encuentra transitando por una sólida senda de recuperación, la que no solo será vigorosa durante el segundo semestre de este año, sino que debiera continuar en el próximo.

En materia de inflación, manifiesta que la inflación anual se mantiene todavía por debajo del rango meta, aunque los registros mensuales son coherentes con la inflación dentro de ese rango. Más aún, destaca que las proyecciones del Banco Central de Chile sitúan a la inflación hacia fines de año en la parte superior del mismo, para luego converger a 3% en el horizonte de proyección, señalando que para que ello sea posible es necesario ir normalizando la política monetaria. Agrega que la inflación subyacente seguirá acotada. Con todo, afirma que la evolución de la inflación es consistente con el dinamismo de la actividad, que debiera llevar a un progresivo cierre de brechas.

El señor José De Gregorio advierte que la nota de cautela y riesgos está dada por la situación financiera en Europa, ya que si bien la economía mundial sigue en una senda de recuperación, la incertidumbre proveniente de Europa es significativa. Sobre el particular, hace presente que, por ahora, la situación financiera de Grecia y de los países más expuestos pareciera haberse estabilizado después del reciente anuncio de los planes de ajustes fiscales y de las medidas de apoyo de liquidez implementadas en las últimas semanas. No obstante, recalca que la incertidumbre persiste y que no se pueden descartar escenarios de numerosas mayores tensiones que pudieran tener repercusiones importantes sobre la economía global, atenuando de manera importante el crecimiento global y estrechando las condiciones financieras. En este escenario de riesgo, manifiesta que tampoco se puede descartar que la economía global experimente un *double dip*, en especial si los problemas de Europa contagian a los países emergentes que están empujando la recuperación y al resto del sistema financiero de los países desarrollados.

El Presidente, señor José De Gregorio, confirma que la decisión de la presente Reunión dice relación con el inicio del proceso de normalización de la política monetaria y la magnitud del mismo. A este respecto, señala que hay que destacar cuatro aspectos. En primer lugar, que la tasa está en un mínimo y que si bien seguirá siendo ultra expansiva, no hay razones para mantenerla tan baja. En segundo lugar, que lo que acontece en Grecia no tiene mayores implicancias para la decisión de la presente Reunión, puesto que, incluso en escenarios muy negativos, una tasa de 1 ó 2% sigue



siendo muy expansiva. Al respecto, sostiene que muy distinto sería si la tasa estuviera cerca de la neutral. Asimismo, manifiesta coincidir en este punto con lo señalado por el Gerente de División de Política Financiera, en cuanto a que hay maneras de apoyar mayores tensiones financieras a través de instrumentos que provean liquidez y otras medidas que se han utilizado anteriormente. En tercer lugar, plantea que iniciar pronto y con 50 puntos base el proceso de normalización de política monetaria otorga al Consejo mayor flexibilidad para realizar pausas o ir graduando el ajuste de acuerdo con las noticias que se vayan recibiendo. Por último, reitera lo que ha señalado anteriormente, respecto de que es importante liderar el proceso de alzas para evitar el riesgo de ir quedándose atrás. En su opinión, esto es particularmente relevante cuando el proceso de retorno de la inflación a la meta está siendo causado fundamentalmente por el dinamismo de la economía interna y no por *shocks* externos que han originado cambios en el curso de la política monetaria en episodios anteriores.

En razón de lo expuesto, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que su voto también es por aumentar la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 1%, y que, por lo tanto, el acuerdo unánime del Consejo es aumentar la TPM en 50 puntos base.

Antes de finalizar la Sesión, el señor Presidente reitera a todos los presentes que el comunicado se publicará a las 18 horas, como es usual, razón por la cual dicha decisión no podrá ser informada antes de esa hora.

155-01-100615 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,00% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,00% anual.

En el ámbito externo, la volatilidad en los mercados financieros producto de la situación económica en Europa se mantiene elevada. En el escenario más probable se espera un efecto acotado de dichas turbulencias sobre las perspectivas de actividad mundial. Con todo, persiste la incertidumbre. Por su parte, los precios del cobre y del petróleo han disminuido, pero se ubican aún en niveles elevados.


En el plano interno, la información disponible de actividad muestra que los efectos inmediatos del terremoto se disiparon rápidamente y la economía retomó la senda de recuperación. Los indicadores de demanda muestran un dinamismo significativo y el desempleo ha seguido disminuyendo.

En mayo, el IPC tuvo un aumento similar al previsto por el mercado. La inflación subyacente aún muestra variaciones reducidas. Las expectativas privadas a plazos más largos son congruentes con niveles de inflación anual en torno a 3% en el horizonte de política.



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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 14:25 horas.




MANDEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero




ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 157
celebrada el 15 de julio de 2010

En Santiago de Chile, a 15 de julio de 2010, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste también el señor:

Ministro de Hacienda Subrogante,
don Rodrigo Álvarez Zenteno;

y los señores:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios,
don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica,
don Luis Felipe Céspedes;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Asesor de la Presidencia,
don Felipe Labbé Castillo; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria Nº 157, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de enero de 2011 para el día 13 de dicho mes.



Informa que dado que el señor Ministro de Hacienda se encuentra en Nueva York, el señor Subsecretario de Hacienda asistirá a la sesión de la tarde, mientras que el Asesor del señor Ministro, señor Rodrigo Cerda, lo hará a ambas sesiones.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio da paso a la presentación del escenario externo, a cargo del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann.

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición, indicando que en el contexto internacional se mantuvo la incertidumbre respecto de Europa durante el último mes, registrándose primas por riesgo elevadas. Señala que su comportamiento durante el periodo fue de ciertas alzas al comienzo y una posterior reversión, asociada fundamentalmente a colocaciones de bonos en algunos países de la periferia europea, y particularmente en Grecia, que correspondieron más bien a notas de corto plazo. Destaca que los CDS están en niveles parecidos a los alcanzados en mayo último, mientras que los *spreads* sobre los bonos alemanes están por debajo del nivel máximo alcanzado ese mes.

En cuanto a los CDS bancarios, informa que se han mantenido altos, especialmente a nivel del agregado de los bancos europeos, norteamericanos e ingleses, en parte por la incertidumbre acerca de las pruebas de tensión aplicadas a los bancos europeos, cuyos resultados se darán a conocer en los próximos días o la semana venidera. Destaca, asimismo, que los CDS de los bancos griegos son los más elevados y que también se observa cierta preocupación en algunos bancos españoles, a pesar de que alcanzan niveles bastante más acotados.

El señor Lehmann hace presente, a continuación, que la percepción de riesgo se mantiene elevada en los mercados desarrollados, detallando que el VIX registró un alza a fines del mes de junio, luego una suerte de reversión y, actualmente, está en torno al 30%. Especial mención hace respecto de la volatilidad en los mercados emergentes, ya que durante los últimos dieciocho meses ha sido menor que la de las economías desarrolladas y hoy se ubica bajo 20%.

En relación con los premios por riesgo corporativo, indica que la evolución de los *High Yields* en economías desarrolladas da cuenta de bastante estabilidad, por lo que los temas de *spread* estarían más bien centrados en países vulnerables. Añade que si bien se aprecian algunas alzas en el caso de los *spreads* corporativos, correspondientes a empresas norteamericanas con clasificación A de riesgo, los movimientos no son muy pronunciados.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta qué son los *High Yields* en economías desarrolladas. El señor Lehmann señala que corresponden, básicamente, a bonos corporativos con clasificación de riesgo en torno a B, que no tienen *investment grade*, y cuyas primas por riesgo bordean hoy los 800 puntos base, dando cuenta justamente que son corporaciones más riesgosas. Agrega que los premios corporativos de empresas con clasificación A de riesgo, en cambio, no han superado los 150 puntos base en lo que va corrido del año.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, señalando que en materia de tasas de interés de largo plazo, se ha observado, particularmente este último mes, un *flight-to-quality* y expectativas de postergación de alzas de tasas de política monetaria, que se reflejó en un descenso de las tasas largas muy pronunciado hacia las últimas



semanas de junio, pero que se ha moderado durante la última semana, producto de una percepción algo más positiva. Sin embargo, informa que en la presente jornada se observa nuevamente que las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos están ligeramente por debajo de 3%, fundamentalmente como resultado de indicadores de actividad que fueron inferiores a los previstos. Añade que las tasas de interés de la Zona Euro registran un comportamiento similar.

El señor Lehmann hace presente también que las primas por liquidez se mantienen, particularmente en Estados Unidos, dando cuenta de que no hay cambios importantes en las condiciones de liquidez en dólares, mientras que en aquellas en euros, se observa una ligera mejora, por la renovación de líneas de liquidez. Al respecto, comenta que cuando hubo cierta preocupación, el *Spread Libor - OIS* tendió a aumentar, pero posteriormente tendió a bajar ligeramente, manteniéndose hace ya bastante tiempo por sobre los niveles históricos observados antes de la crisis de *Bearn Stearns*, esto es, durante el primer trimestre del año 2007.

En cuanto a las condiciones crediticias, el señor Sergio Lehmann manifiesta que luego de haber sido restringidas por varios trimestres, han tendido a estabilizarse, y que en el último trimestre han sido ligeramente más favorables, en especial, las referidas al agregado por empresas y consumidores. No obstante, hace notar que la variación anual de los préstamos bancarios, que fue negativa en doce meses durante el año 2009, es nula actualmente. Agrega que las condiciones crediticias también se han tornado más favorables en el Reino Unido, mientras que en la Zona Euro y Japón continúan siendo restringidas.

Refiriéndose a las emisiones y premios, indica que en el caso del mercado de *commercial papers* se observa una ligera mejor situación, esto es, mayores colocaciones a empresas financieras y no financieras, y que los *spreads*, muy en el margen, tienden a reducirse ligeramente, ubicándose ya en un nivel relativamente bajo si se los compara con los *peaks* alcanzados a finales del año 2008.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere a las condiciones de crédito de los bancos, que se han estabilizado, y a la demanda de papeles por parte de entidades no bancarias, que aparece deprimida, y solicita al señor Lehmann aclarar si las condiciones de crédito referidas son atribuibles a los bancos o a todo el sistema financiero en general.

En esa misma línea, el Consejero señor Enrique Marshall comenta que la lectura de los indicadores sobre condiciones crediticias y préstamos bancarios resulta compleja y no permiten elaborar un diagnóstico preciso, porque, por una parte, ellos están dando cuenta de una cierta mejora y, por la otra, el Presidente de la Reserva Federal señor Ben Bernanke, solo horas antes llamó a los bancos a que le otorguen más préstamos a las pequeñas empresas. En su opinión, dado que las condiciones son más favorables para algunas empresas, no así para otras, al final, corresponde centrar la atención en la evolución de los agregados y observar si el crédito aumenta, se mantiene o disminuye.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García, explica que los antecedentes expuestos sobre las condiciones crediticias corresponden, esencialmente, a bancos, y que son similares a los que considera la Encuesta sobre Créditos Bancarios que efectúa la División de Política Financiera. Hace presente que los resultados expuestos no corresponden al universo de bancos, sino que a una muestra de ellos, y que el hecho que las condiciones crediticias estén en torno a cero significa, precisamente, que



ellas no han continuado restringiéndose y que tampoco se están volviendo holgadas. Añade que los préstamos bancarios agregados lo corroboran de cierta manera, ya que por más de un año registraron caídas en doce meses y recién ahora se ven algunas cifras más cercanas a cero.

Desde el punto de vista del sector no financiero, señala que las emisiones anuales no bancarias ascienden a alrededor de US\$300.000 millones, lo que equivale a algo más del 50% del nivel alcanzado en algún momento y refleja que hay un sector importante de financiamiento que desapareció y que no ha vuelto a los niveles observados antes de la crisis.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan, agrega dos comentarios. En primer término, estima que parte del problema al cual se refería el señor Bernanke obedece al hecho que en los Estados Unidos, los bancos pequeños son los grandes prestamistas a pequeñas empresas, los que aún no están en condiciones de reactivar el flujo de crédito a ese ni a otros sectores, porque siguen teniendo mucha deuda de difícil recuperación, derivada de préstamos comerciales asociados al sector inmobiliario. En segundo lugar, hace presente que si se revisan otros mercados, se advierte que la emisión de bonos sin respaldo de securitizados sigue en niveles muy bajos y significativamente menores que los registrados en el 2007, que solo existen bonos securitizados de hipoteca patrocinados por *Fanny Mae* y *Freddie Mac* y que el mercado privado está en cero. Para resumir, manifiesta que el negocio crediticio de los bancos registra una evolución plana, el segmento securitizado está todavía muy deteriorado y los bonos simples no repuntan.

El Consejero señor Sebastián Claro añade que parte de las pequeñas empresas se financian con los bancos menores, tal como indicaba el señor Cowan, pero también se financian en el mercado financiero no bancario, a través de la emisión de papeles comerciales. Plantea que puede ser que ese sea el mercado que está más colapsado, por lo que la inquietud del señor Bernanke apuntaría a cuál sería la capacidad de los bancos para absorber como clientes a este grupo de empresas, que antes no estaban bancarizadas y que estaban, literalmente, emitiendo papeles comerciales en el mercado. Estima que si ello es así, sería un problema de muy lenta solución.

El Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación, señalando que las tasas de política monetaria en economías emergentes y exportadoras de *commodities* no solo han continuado ajustándose, sino que se esperan nuevas alzas para el próximo trimestre y también hacia el último trimestre del año. Destaca que nada de eso se observa para las economías desarrolladas, respecto de las cuales se aprecian expectativas de cambios recién hacia finales del año 2011.

En términos de variaciones, hace presente que las economías emergentes registran comportamientos mixtos. Menciona que, en América Latina, las curvas *forward* han tendido a empinarse levemente y que ese movimiento ha estado asociado a las economías más grandes, particularmente Brasil y también en el caso de Chile, mientras que otras economías registran movimientos marginales hacia la baja, en línea tal vez con lo que se está observando en economías desarrolladas, donde, de acuerdo con los contratos *forward* nuevamente se registran movimientos hacia la baja y postergaciones en las expectativas de alzas de tasas.

Respecto de los premios soberanos, el señor Lehmann indica que en los mercados emergentes se observaron leves aumentos durante las semanas recientes y una caída muy marginal en los últimos días, y que en el caso de Chile también se registra



una baja en las jornadas previas, lo que podría estar bastante en línea con lo acontecido en las otras economías.

El señor Sergio Lehmann destaca, a continuación, que los mercados bursátiles emergentes experimentaron fuertes movimientos durante el último mes. Detalla que desde una perspectiva tal vez de mayor incertidumbre, primero se registraron caídas importantes, particularmente en las bolsas latinoamericanas y de Europa emergente, y recuperaciones en los últimos días, también asociadas a una percepción quizás algo más positiva.

Informa, asimismo, que las emisiones de bonos de economías emergentes mantienen la tendencia de trimestres previos, y que los bancos de economías emergentes no registraron emisiones en los mercados internacionales. Hace notar que este año solo se observan emisiones de bonos corporativos y soberanos, y que la proporción de estos últimos ha tendido a reducirse hasta niveles no muy distintos de los alcanzados en los años 2007 y 2008. Por región, comenta que se advierte cierta heterogeneidad y emisiones particularmente importantes en América Latina.

En materia de paridades, el señor Lehmann señala que el dólar se mantiene en términos multilaterales, ante una apreciación del euro y de la libra esterlina que es bastante marcada, y que la situación es algo más mixta en las economías emergentes, ya que se observa cierta estabilidad en el caso de Chile, Brasil y Malasia, y una leve depreciación en el caso de algunas otras monedas, como la de la República de Corea.

Asimismo, se refiere en forma especial a dos paridades, el yuan y el franco suizo, que actualmente mantienen la atención de los mercados internacionales. Respecto del yuan, indica que se mantuvo en torno a 6,83 durante los últimos dos años y se apreció hacia fines de junio último como consecuencia del anuncio del Banco Central de China de flexibilizar el tipo de cambio de su moneda. Agrega que las expectativas de mercado, de acuerdo con los contratos *forward*, dan cuenta de una apreciación adicional y sostenida en los próximos doce meses, y que esta trayectoria está algo por sobre la que se observaba en mayo, cuando había fuertes presiones tendientes hacia la apreciación de dicha moneda, pero claramente por debajo de lo que se observó hace un mes, justamente como respuesta a la decisión de las autoridades chinas de flexibilizar su política respecto del yuan.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sugiere que en los gráficos de paridades de monedas de mercados emergentes se reponga a China, para comprobar si es efectivo lo que anunciaron sus autoridades. El señor Lehmann responde que el dato expuesto, que corresponde al dato efectivo, da cuenta de algunas caídas muy marginales, porque la escala del gráfico exhibido no contribuye a una visión más clara de su magnitud.

El señor Vicepresidente hace presente también que las trayectorias que se derivaban de los contratos NDF de yuan antes del anuncio chino también daban cuenta de una apreciación de esa moneda, lo que significa que hay un mercado poco líquido.

El Presidente señor José De Gregorio añade que el yuan ha bajado de 6,84 a 6,77 por dólar, luego del anuncio de sus autoridades y que según los antecedentes expuestos, este debiera apreciarse hasta un nivel de 6,65 yuanes por dólar hacia julio del próximo año, lo que implica una apreciación total de 3%, aproximadamente. El señor Lehmann complementa, indicando que si esta apreciación es sistemática y si se replica en



alguna medida la política de los años 2005 – 2006, el yuan podría llegar a apreciarse un 15% en total.

En cuanto al franco suizo, el señor Lehmann se refiere a la decisión del Banco Nacional Suizo de suspender la intervención del mercado cambiario, que implicó que esta moneda se apreciara fuertemente respecto del euro y también respecto del dólar. Sobre la trayectoria del franco suizo durante el período de intervención cambiaria, detalla que cuando se hizo el anuncio correspondiente, este tendió a depreciarse; luego, la medida fue relativamente exitosa durante un cierto período y, posteriormente, empezó a perder efectividad y se comenzó a incurrir en pérdidas elevadas, que constituyeron, finalmente, la motivación que está detrás de la suspensión de la misma.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por la magnitud de esta intervención. El señor Pablo García responde que se trató de magnitudes muy importantes y que el objetivo perseguido consistió en que la tasa interbancaria finalmente fuera 0% a 90 días. El Presidente señor José De Gregorio acota que las autoridades suizas no buscaban un valor, sino que la intervención constituyó una forma de hacer política monetaria, ya que tienen un mercado de euros muy pequeño. Precisa que con ello, entonces, este mercado es más fuerte para inyectar liquidez.

Al proseguir, el Gerente de Análisis Internacional señala que en materia de crecimiento está como referencia lo considerado en el último IPoM, lo que está hoy está proyectando una muestra de bancos de inversión, el último *Consensus Forecasts* y el *World Economic Outlook (WEO)*, actualizado hace un par de semanas tanto para el presente año como para 2011. Sobre este último, destaca que la semana anterior se tuvo la oportunidad de conversar con los responsables de su elaboración para entender cuáles son las diferencias fundamentales entre sus perspectivas y las contempladas en el último IPoM, así como los elementos detrás de la revisión al alza que han efectuado, particularmente para el año 2010. Al respecto, indica que ellos están asociados, en primer término, a los datos del primer trimestre, que fueron más positivos que lo esperado, y que no estaban disponibles a la fecha de elaboración del IPoM de junio. De hecho, hace presente que recién el día anterior se conoció el dato de crecimiento, particularmente el de Singapur, que fue especialmente alto, de alrededor de 20%, y que a primera hora de la mañana se dio a conocer el crecimiento de China para el segundo trimestre, de 10,3% en doce meses, cifra que da cuenta de una desaceleración de esa economía y que es coherente, tal vez, con la estimación de que el crecimiento de China el año próximo va a ser algo menor que el proyectado, lo que no solo se recoge en el IPoM, sino que también en la proyección del WEO.

Respecto de Europa, señala que las proyecciones contenidas en el IPoM son menos optimistas, al menos para el año 2011, mientras que el Fondo Monetario Internacional está estimando un efecto positivo del euro, en términos de exportaciones y comercio exterior, que neutraliza totalmente el efecto eventualmente contractivo sobre la demanda interna que tienen asociadas las turbulencias financieras. Añade que ellos han revisado ligeramente el crecimiento para el 2011, asociándolo fundamentalmente a las políticas de ajuste fiscal, que van a tener algún efecto sobre el crecimiento del próximo año, y que no contemplan el efecto que ello pudiese tener sobre otras economías, sino que lo acotan fundamentalmente al crecimiento de Europa.

El señor Sergio Lehmann continúa, destacando que la diferencia fundamental respecto del IPoM se explica por China y Asia, ya que consideran una economía china algo más dinámica que lo contemplado en el IPoM y efectos sobre el resto de Asia y de la misma China que también son algo más importantes.



El Consejero señor Enrique Marshall comenta que de las cifras sobre crecimiento que ha expuesto el señor Lehmann, queda bastante claro que todas las regiones se van a desacelerar el próximo año respecto del actual, mientras que Chile aparece en el movimiento inverso. A su juicio, el terremoto y el cambio de base podrían explicar este movimiento en el sentido contrario, pero para mayor certeza solicita que en algún momento venidero se entregue una explicación más completa.

El Consejero señor Rodrigo Vergara plantea que el crecimiento de Chile también se desaceleraría el próximo año o a partir del segundo trimestre en adelante.

El Presidente señor José De Gregorio, por su parte, comenta que las perspectivas de crecimiento mundial están iguales o mejores que antes de la crisis de Grecia y que, incluso, las de Europa, a pesar de las estimaciones del *staff* del ECB, que consideran la situación de la economía griega, no han cambiado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta tener la impresión de que la proyección actual da cuenta de una dispersión en el escenario base bastante más amplia. En cuanto a las proyecciones del Fondo Monetario Internacional, indica que son pesimistas u optimistas respecto de la *Consensus Forecasts* u otras, dependiendo de qué es lo que está aconteciendo con las cuentas corrientes, porque en el FMI se preocupan de hacer proyecciones en las que haya sostenibilidad de las balanzas de pagos.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere a las diferencias entre las proyecciones contenidas en el IPoM de junio y en el *WEO*, y consulta si estas últimas son más optimistas porque ya incorporan los buenos resultados del primer trimestre de este año, no así el IPoM, o como consecuencia del crecimiento que proyecta para el segundo semestre del presente año.

El Gerente de Análisis Internacional responde que las mejores proyecciones contempladas en el *WEO* están asociadas, efectivamente, a un crecimiento en el primer trimestre de este año mayor que el considerado inicialmente, y hace notar que prevé mayor debilidad en adelante. Además, ante la consulta del Consejero señor Sebastián Claro, indica que esas proyecciones y las del Banco Central son similares, con la diferencia que el *WEO* consideraría un crecimiento más alto en Asia que el proyectado por el Banco.

Asimismo, y a propósito de lo publicado el día anterior, complementa que la Reserva Federal, en línea con esta perspectiva de mayor debilidad futura, ha revisado la proyección de crecimiento de Estados Unidos que tenía en abril y ha informado un rango, como es habitual, contemplando ahora dos décimas de menor crecimiento para el año 2010 y algo menos para el 2011, así como también un menor nivel de inflación para este y el próximo año. Aclara que estas cifras de crecimiento no son del todo comparables con las comentadas previamente, porque corresponden al cuarto trimestre de un año respecto al cuarto trimestre del año anterior. Finalmente, y a modo de entregar alguna referencia sobre la proyección del Banco para Estados Unidos, explica que si se calculase el cuarto trimestre sobre la base de las trayectorias del año 2010 versus el año 2009, se obtendría una cifra cercana al 3%, que no solo se ubicaría en el rango inferior que entrega la Reserva Federal, sino que es más coherente con la proyección para el total del año expuesta anteriormente.

En materia de actividad, el señor Sergio Lehmann señala que las cifras dan cuenta en el margen de una ligera desaceleración y que horas antes, de hecho, se dio a



conocer el dato de producción industrial para Estados Unidos, que resultó ser bastante plano y fue leído de manera más bien negativa por el mercado.

El señor Lehmann indica que el empleo también exhibe cierto estancamiento, esto es, que no hay novedades al respecto y se mantiene la debilidad en el mercado laboral.

En cuanto a la situación del empleo en Estados Unidos desde el año 1990 y hasta la semana anterior, destaca que la creación de empleo privado y la creación de empleo total muestran un comportamiento similar, reflejando que, en general, el empleo del sector público no aumentó mayormente durante ese período. Especial mención hace del significativo aumento que registró el empleo en mayo, producto del censo que se está llevando a cabo en ese país, como también a la caída posterior, en el mes de junio, movimientos que, en todo caso, se repiten si no se considera el efecto del sector público, muy marcado por lo que está ocurriendo con motivo del referido censo. Agrega que las cifras de creación de empleo son inferiores al promedio histórico y que, de hecho, si se tomase el promedio de los períodos post recesión, la recuperación del empleo, en general, es, en esta ocasión, bastante más débil que lo observado en episodios anteriores.

En esa misma dirección, el señor Sergio Lehmann subraya que el número de solicitudes de subsidio de desempleo, en torno a 420.000 – 450.000, está muy por encima del promedio histórico, de alrededor de 350.000, y es muy superior, de hecho, a lo observado en períodos post recesión.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, refiriéndose a la confianza empresarial y de los consumidores. Señala que ambas muestran un deterioro, en especial la primera, como consecuencia de las turbulencias en los mercados financieros, y que los movimientos son mixtos en el caso de la confianza de los consumidores.

A continuación, y en relación con la preocupación manifestada previamente por el Vicepresidente señor Manuel Marfán, el señor Sergio Lehmann presenta los datos sobre exportaciones e importaciones nominales de economías emergentes, así como también las proyecciones en materia de cuenta corriente en varias economías emergentes. En cuanto a esta última, señala que, efectivamente, se observa un deterioro hacia el próximo año, que es particularmente más significativo en el caso de Brasil y algo menor en el de México, y acotado en términos generales, de acuerdo con lo que está proyectando *Consensus Forecasts*, por lo que requiere ser monitoreado con cuidado. Respecto de la evolución de las importaciones, en tanto, indica que también son particularmente significativas en Brasil, lo que da cuenta de una economía con un crecimiento de demanda interna bastante marcado.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que le llama la atención el que no haya flujos de capital netos hacia los países emergentes, y repara sobre el caso de Corea, que está con un superávit igual al flujo de capital.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que ello obedece a que muchos de los países considerados en la matriz tienen restricciones al movimiento de capitales, las que han sido decretadas recientemente para evitar, precisamente, lo comentado por el señor Presidente, como es el caso Brasil y de Corea, en particular.

El señor José De Gregorio hace presente que dichas restricciones fueron impuestas en Corea con una proyección de superávit.



El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan comenta que algunos países están preocupados del efecto cambiario y también de un efecto del precio de los activos locales, lo que se puede dar en ausencia de flujos netos, simplemente por un flujo bruto hacia ciertos activos, por la composición.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación, refiriéndose a la inflación. Al respecto, señala que la inflación efectiva muestra un descenso en las economías desarrolladas, que Japón continúa en una situación deflacionaria y que en las economías emergentes se observa una situación algo mixta, con aumentos en China y también en el Perú. Manifiesta que, de manera similar, los niveles de inflación *core*, o subyacente, tienden a caer en las economías desarrolladas y son mixtos en las economías emergentes, con aumentos en Corea, Taiwán y Tailandia. Destaca que ello ha llevado a ciertas reducciones marginales en las proyecciones de inflación en las economías desarrolladas para los años 2010 y 2011, así como en las emergentes para el año 2010, mientras que para el 2011, estas se visualizan bastante planas, ligeramente al alza para Asia, excluyendo Japón, y ligeramente a la baja en el caso de Europa del Este.

El Gerente de Análisis Internacional exhibe a continuación un gráfico que, a modo de referencia, muestra la brecha de producto calculada por la OCDE para las economías desarrolladas.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si la OCDE calcula hoy la brecha para Chile. Al respecto, el señor Pablo García responde que actualmente no lo hace, pero que pronto no solo calculará la brecha, sino que también la balanza estructural, como lo ha hecho para todas las economías que componen dicha organización.

El señor Sergio Lehmann prosigue, mencionando que las brechas de producto se mantienen bastante amplias en el año 2011, no obstante la recuperación, lo que apoya la idea de bajas presiones inflacionarias en las economías desarrolladas en los trimestres siguientes.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que las proyecciones de inflación de la Reserva Federal para Europa y Estados Unidos son bastante planas para los próximos dos años, y que la estimación del IPC *core* en torno a 1% por los próximos dos o tres años, es probablemente el más cercano al de la brecha de producto.

El señor Lehmann señala que ello da cuenta justamente de esta idea y de que se tiene una brecha todavía bastante abierta en el año 2011, que probablemente no se alcanzará a cerrar completamente durante el año 2012.

Respecto de los *commodities*, el señor Sergio Lehmann menciona que presentan movimientos más bien mixtos. Destaca el aumento de los precios de algunos productos agrícolas, especialmente el trigo, y que los de metales y combustibles están bastante planos, tanto por producto como en términos agregados. Para finalizar, agrega que desde una perspectiva algo más larga, y revisando lo que ha sido su comportamiento durante los últimos meses, se observa que si bien los precios continúan altos, de acuerdo con patrones históricos, son inferiores a los registrados durante el primer trimestre del presente año, lo cual es reflejo de un menor dinamismo de la demanda que el previsto, derivado de las turbulencias en Europa, que han generado ciertas preocupaciones en el mundo financiero en general.



El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de Análisis Internacional y ofrece la palabra para comentarios.

En primer término, el Consejero señor Sebastián Claro, refiriéndose a un tema analizado días atrás, consulta cuál es la exposición del ECB a bonos soberanos que podría ser relevante para efectos de saber las distintas alternativas que enfrentan las autoridades europeas.

El señor Sergio Lehmann señala que el dato cierto que se puede entregar es que el cálculo del 13 y 14% sobre el total de deuda de economías periféricas, que eran Irlanda, Portugal y Grecia, está asociado a aquellos bonos, instrumentos o deuda que tienen mercado secundario, y corresponde a un porcentaje que es variable y que alcanza a aproximadamente la mitad de la deuda total de esos países. Agrega que ello genera una exposición importante del ECB frente a una eventual reestructuración o a una deuda que requiera ser reprogramada, como es el caso de Grecia. De todas maneras, indica que Grecia ya está aplicando un programa con el FMI y que, de acuerdo con el encuadramiento que ellos plantean, no existiría una reestructuración.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán comenta que en 1989, cuando trabajaba en Cieplan, realizaron un estudio para determinar cuáles eran los niveles de ajuste fiscal a partir de los cuales se generaba algún grado visible de disrupción política. Señala que, en ese entonces, pensaban en una reforma tributaria y había una suerte de umbral o límite de 2% del PIB, que se consideraba como políticamente posible, ya que el efectos eran altamente inciertos con uno mayor. Indica que si es que ese tipo de trabajo siguiera siendo útil y aplicable, los compromisos que tienen los países de la Zona Euro para su ajuste fiscal de aquí al año 2014 exceden varias veces ese límite por año. A su juicio, habría un margen de duda respecto de la verdadera capacidad de esos países para cumplir su compromiso, por lo que parece mucho más viable la proyección que hace el FMI, que es a 20 años plazo, pero que no tiene el aval de las autoridades políticas.

A propósito de lo anterior, el señor Sergio Lehmann señala que enviará, solamente a modo de referencia, el encuadre macroeconómico que tiene el Fondo Monetario Internacional para Grecia, así como el ajuste considerado, que es muy cuantioso y está en línea con lo planteado por el señor Vicepresidente.

El Consejero señor Rodrigo Vergara agrega que, en Grecia, el déficit cayó aproximadamente 40% durante el primer semestre y que presume que en la base debe haber mucho gasto transitorio que, quizás, es más fácil de ajustar.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán comenta que lo expresado por el señor Vergara puede ser efectivo, pero que el problema radica en que todos esos gastos, por ineficientes que sean, son percibidos como ingreso por los destinatarios del mismo. A modo de ejemplo, se refiere a la reciente propuesta de ir aumentando gradualmente la edad de jubilación hasta llegar a los 70 años, medida que, en su opinión, es altamente disruptiva. Añade que Grecia tiene que pagar su deuda, pero que existen dudas respecto de la capacidad de manejo político del ajuste que, económicamente, es necesario.

El Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes señala tener la impresión que muchos de estos ajustes tendientes a reducir el déficit fiscal tienen asociado un recorte del gasto y dinámicas de crecimiento del ingreso que parecen muy dependientes de aumentos tributarios inciertos. Expresa que una cosa distinta es recortar gasto que existe, otra es no aumentar el gasto que no existe, y lo tercero es el componente de dinámica de ingreso.



El Gerente de División Política Financiera hace presente que en el caso de España, por ejemplo, el ajuste está dado principalmente por una recuperación del crecimiento y, asociado a ello, por un aumento de impuestos y una caída de los gastos por desempleo. Agrega que si se analiza el escenario base del Ministerio de Hacienda de España y el que tiene *Consensus Forecasts*, la proyección de deuda de España es mucho más negativa que la del escenario base, llegando fácilmente a un nivel de deuda sobre PIB de 100%. Entonces, más allá de las dificultades políticas, en su opinión, hay una parte de la sensibilidad del escenario a las condiciones macroeconómicas que agregaría un riesgo adicional.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García añade que en el caso de Grecia, el escenario base incorpora como supuesto que ha habido una formalización de la economía, que se traducirá en un aumento de los ingresos tributarios.

Finalmente, el Vicepresidente señor Manuel Marfán declara creer que el principal socio comercial que tienen todos los países que están con problemas es el resto de la Zona Euro, con los cuales tienen un tipo de cambio fijo, en cuyo caso la política fiscal puede ser altamente contractiva.

No habiendo más comentarios, el Presidente señor José De Gregorio concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, para que presente el escenario interno.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto inicia su presentación, señalando que el escenario interno es bastante similar al del último IPoM y que el elevado Imacec de mayo ha sido la noticia más destacable desde su publicación, lo que sorprendió al Banco y al mercado de manera relevante. Indica que la variación anual del Imacec llegó a 7,1% y, con ello, el nivel de actividad no solo superó lo previsto, sino que alcanzó, incluso, al *peak* registrado antes de que se desatara la crisis. Agrega que este dinamismo de la actividad se explica, fundamentalmente, por el significativo crecimiento del comercio y por la recuperación tanto de la industria como del sector servicios, que se vieron muy afectados durante la crisis.

En relación con el sector comercio, hace presente que parte de su dinamismo podría responder a factores transitorios, asociados probablemente a ventas que se hicieron con ocasión del Campeonato Mundial de Fútbol y a raíz del terremoto de febrero último. De hecho, manifiesta que las líneas de grandes tiendas, vestuario y calzado, equipos domésticos, materiales de construcción y artículos de ferretería son las que se vieron en el margen bastante más dinámicas.

Menciona que reflejo de esta mayor actividad es lo que está aconteciendo con consumo, que también registra un fuerte dinamismo en el margen, más que nada porque los indicadores coyunturales de consumo que se disponen corresponden a indicadores de comercio, teniéndose, en consecuencia, una lectura bastante similar de los datos.

Añade que si se revisan las importaciones, se ve el efecto abultamiento que se mencionaba en el IPoM, y que refleja que hay una suerte de adelantamiento del gasto, ya que hay un aumento significativo de las importaciones y luego, en el margen, una desaceleración de las mismas. Agrega que más allá de este efecto abultamiento, que puede haber implicado un adelantamiento del gasto, y que puede estar relacionado también con las perspectivas de aumentos de tasas, llevando a las personas a adelantar



sus decisiones de consumo, hay elementos de las variables fundamentales que podrían estar explicando el fuerte dinamismo que se observa en consumo.

El señor Claudio Soto se refiere luego al residuo de una regresión muy sencilla de una integración entre consumo privado e ingreso disponible, y señala que los residuos se ubican, actualmente y en el horizonte proyectado, en la parte superior de la banda de confianza, lo que significa que la evolución del ingreso disponible, que ha sido bastante dinámico, podría estar también detrás de la recuperación del consumo, lo que está asociado al crecimiento del PIB y también a la política fiscal y a la evolución de los términos de intercambio.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que desde el último IPoM ha estimado que una parte importante de la aceleración del consumo, más allá de ser atribuible al Campeonato Mundial de Fútbol y a actividades de reconstrucción, obedecería a una recuperación desde un nivel muy bajo que se registró el año pasado. De hecho, plantea que si se hubiese estimado, de alguna manera, una función de consumo, la caída del consumo durante el 2009 habría sido mayor que lo que esa función sugería y que hoy se estarían retomando esos niveles.

El señor Soto aclara que la ecuación que solo relaciona el consumo con el ingreso disponible es la más sencilla entre un conjunto de ellas, y arroja que el nivel de consumo se recupera. Agrega que la proyección de consumo con fundamentales indica que debería recuperarse precisamente por la evolución de los fundamentales. Asimismo, y a modo de resumen, indica que en la proyección se está suponiendo que el consumo crece más durante el segundo trimestre de este año, porque está en la parte alta de los rangos de estimaciones, mientras que en el tercer trimestre se normaliza, porque está en la parte baja de dicho rango.

El Consejero señor Enrique Marshall sostiene que es entendible que se desacelere el consumo de bienes durables, pero que no habría razones para que lo hiciera el consumo habitual, ya que el ingreso disponible está aumentando, la masa salarial registra un crecimiento que no es despreciable, el empleo está creciendo 6% y las remuneraciones, 4%, por lo que fácilmente se llega al 10% con una inflación baja. Recalca, entonces, que sería normal que el consumo esté creciendo al 10 o 9% y que no habría razones para que se desacelerase.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García precisa que la referida desaceleración corresponde a un crecimiento del consumo, en doce meses, de 10% en el segundo trimestre y de 9% en el tercero.

El señor Claudio Soto prosigue, señalando que en el sector industrial, el dato del margen da cuenta que los sectores que fueron más afectados por el terremoto continúan recuperándose y que, de hecho, hubo una pequeña sorpresa al alza respecto de lo proyectado, pero aún no alcanzan los niveles registrados antes de dicha catástrofe. Agrega que en el margen se advierte que las exportaciones industriales también siguen creciendo, por lo que las perspectivas, entonces, son que la industria seguirá retomando niveles de actividad más altos en adelante.

En materia de inversión, respecto de la cual también se tenía la hipótesis del abultamiento, señala que el flujo de inversión se mantiene elevado, pero retrocede respecto de los meses previos. Comenta que las perspectivas de los empresarios han retrocedido levemente en el margen y que el sector construcción no mejora. Añade que si se revisa el IMCE y se analiza la encuesta en detalle, las respuestas reflejan que tienen



una mala percepción de la evolución de la situación actual, pero que sus perspectivas para el sector siguen siendo más bien positivas.

El Consejero señor Sebastián Claro, refiriéndose a las importaciones de bienes de capital, consulta si es posible distinguir si hay una mayor composición anormal o si estas se asocian con el terremoto. El señor Soto responde que estas importaciones corresponden, en general, a camiones, retroexcavadoras, maquinaria y otros bienes que podrían asociarse a la construcción, reparación de caminos y labores de reconstrucción.

Respecto del sector construcción, el señor Claudio Soto hace presente que con ocasión de los dos últimos IPoM se discutía que este sector tendría un impulso importante producto del terremoto. No obstante, destaca que los datos y los indicadores sintéticos que construye Cuentas Nacionales para hacer un seguimiento mensual de las actividades en este sector, dan cuenta que aún se encuentra en niveles más bien estancados. En todo caso, hace notar que la información disponible es algo diversa, ya que la venta de materiales de construcción ha subido, los despachos de cemento han tenido un comportamiento más bien errático, y los permisos de construcción y las ventas de viviendas han caído. En relación con estas últimas, indica que tanto las cifras ajustadas por Cuentas Nacionales, las de la Cámara Chilena de la Construcción y de Collect, que fueron publicadas la tarde anterior, conforman un panorama en el que, hoy, el sector construcción que no se dedica a la vivienda no está siendo muy dinámico y puede estar alimentando esas perspectivas más pesimistas.

En relación con la política fiscal, el Gerente de Análisis Macroeconómico hace referencia a un comunicado del Ministerio de Hacienda, emitido un par de semanas atrás, que informa sobre la actualización de la proyección de gastos para el año, dada su ejecución hasta la fecha. Al respecto, señala que la proyección de dicha Gerencia sobre el crecimiento del gasto para la segunda parte del presente año es de 9% anual, en términos reales. Añade que la ejecución hasta ahora está en torno al 6%, por lo que el crecimiento tendrá que ser algo inferior a 12% en la segunda parte del año, es decir, deberá haber un mayor impulso fiscal hacia entonces para que se cumpla el crecimiento de 9% para el 2010.

Con ello, el señor Claudio Soto destaca que la estimación del PIB para el segundo trimestre se ha corregido al alza, desde un 4,7%, que se tenía en el IPoM, hasta 5,9%, debido, fundamentalmente, a una sorpresa en industria en el mes de mayo, a la actividad del comercio que, más allá de que pudiese tener un componente transitorio, exhibe un mayor dinamismo y a la parte de servicios, que también registra un crecimiento mayor.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta en qué situación se está actualmente en materia de matriz energética.

El señor Soto indica que más que por la composición del valor agregado por la generación hidroeléctrica, que habitualmente es lo que afecta de manera importante, está influyendo mucho el gas natural. Señala que el gas natural licuado se incorporó a la matriz y tiene mucho más valor agregado en la generación de electricidad que la generación térmica con diesel, por lo que está incidiendo de manera significativa en el crecimiento de este sector.

El señor Soto prosigue, informando que hacia el tercer trimestre no se advierten grandes cambios en la proyección de crecimiento, lo que obedecería, por un lado, a que parte de la corrección que se está suponiendo es más bien transitoria y, por



otra, porque se están incorporando los dos días feriados en septiembre, que no estaban considerados en la proyección anterior, lo cual tiene una incidencia en la actividad del trimestre de aproximadamente cuatro décimas. Para el cuarto trimestre, destaca que la proyección contempla una desaceleración más intensa, por lo que el crecimiento de este año sería de 4,7%, aproximadamente.

Por el lado de la demanda interna, el señor Claudio Soto hace notar su gran dinamismo, que se traduciría en un crecimiento algo mayor que 17% en el segundo y tercer trimestre del presente año. Sobre el particular, detalla que se observa un consumo y una inversión muy dinámicos, pero que esta última se ha ajustado a la baja por dos razones: en primer lugar, porque el sector construcción, como ya se comentó, se advierte menos activo que lo estimado anteriormente; y, en segundo lugar, porque por el lado de maquinarias y equipos se observa que, en el margen, la desaceleración de las importaciones ha sido algo mayor que la estimada, en especial para el tercer trimestre. Asimismo, destaca que también hay una corrección importante en las exportaciones, asociada a un sector minero que ha estado más débil y al crecimiento de las exportaciones industriales, que también ha sido algo más débil que lo previsto anteriormente.

Manifiesta, en todo caso, que el perfil, en general, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda es muy similar al contemplado en el IPoM, es decir, que hay un adelantamiento en el caso de la inversión, el sector comercio se desacelera en el segundo trimestre y el consumo privado se sigue acelerando en los meses venideros.

En relación con el mercado laboral, el Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere al último dato dado a conocer por el INE, que da cuenta de un aumento en la tasa de desempleo a mayo, que se explica tanto por un aumento en la fuerza de trabajo, como también, y de manera relevante, por un freno en la creación de empleo. Agrega que los ocupados no registraron variación respecto del mes anterior y que el número de ocupados en las regiones que fueron afectadas por el terremoto se compensó parcialmente con un aumento de ocupados en las restantes regiones. Con todo, indica que no hay un cambio en el número promedio móvil de ocupados, pero sí un aumento de la fuerza de trabajo, por lo que aumentan los desocupados.

El señor Claudio Soto destaca también la caída del empleo asalariado por tercer mes consecutivo, tanto en las regiones que fueron afectadas por el terremoto como en aquellas que no fueron directamente afectadas por esta catástrofe, que ha sido compensada, en parte, por un crecimiento dinámico del empleo por cuenta propia, sobre todo en estas últimas regiones.

En relación con los salarios, el señor Soto hace notar el quiebre que exhibe la serie correspondiente a las variaciones anuales, que se explica por el cambio metodológico existente entre una serie a otra, y que refleja que la tasa de variación anual vuelve a aumentar en términos nominales, mientras que los salarios reales mantienen una tasa de crecimiento en torno a 3%, y algo inferior a 3% si se considera el IREM.

En materia de inflación, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el IPC sorprendió levemente, al registrar una variación nula en el mes de junio, y hace notar que los componentes subyacentes tuvieron variaciones positivas del orden de 0,2 a 0,3%, bastante en línea con lo proyectado. Informa que las principales sorpresas se agruparon en los alimentos, ya que registraron un aumento superior al previsto, lo mismo que las tarifas de transporte, específicamente los precios de los pasajes aéreos, mientras



que vestuario, cuya proyección se había corregido a la baja, experimentó una caída aún mayor que lo proyectado. Subraya que el precio de frutas y verduras explicó de manera significativa que la variación mensual del IPC estuviera por debajo de lo previsto, ya que en vez de experimentar un alza, tuvo una pequeña caída en el mes. Para resumir, indica que transporte, alimentos no perecibles y los cigarrillos incidieron al alza en la inflación, mientras que el vestuario, y también los combustibles, la empujaron a la baja en el margen.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si transporte corresponde al Transantiago. El señor Claudio Soto explica que el Transantiago se incluye en el componente "micro" y que transporte registró un alza por el aumento de los precios de los pasajes en avión, ya que es verano en el hemisferio norte y, en consecuencia, es temporada alta para efectos de las tarifas aéreas.

Respecto de la proyección, el señor Soto menciona que se tienen como supuestos, menores precios de la gasolina, como consecuencia de la evolución de su precio internacional, y una trayectoria de las tarifas del Transantiago con un mayor aumento respecto de lo considerado anteriormente, la que se basa en trascendidos de prensa respecto del juicio que podría tener el panel de expertos hacia adelante. Luego, se refiere a algunos detalles de la proyección, indicando que en el caso del precio de los alimentos X1, el seguimiento que lleva a cabo la Gerencia de Análisis Macroeconómico revela que pueden seguir registrándose aumentos en julio. Destaca, asimismo, que en el mes de junio, la cantidad de precios que experimentaron alzas fue bastante superior a la observada anteriormente y el número de precios que cayeron fue inferior al registro anterior.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si la observación actual incluye a todo el país y la anterior, solo a Santiago. El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto responde que ello es efectivo y aclara que el año 2009 incorpora todo el país, no así el año 2008. El Gerente de División Estudios señor Pablo García, en tanto, acota que lo expresado por el señor Soto tiene por objetivo destacar que se está ante un proceso de inflación de alimentos X1, que no es cuantitativamente parecido al registrado durante el período 2007-2008, pero que cualitativamente sí lo es. El señor Claudio Soto agrega que el análisis expuesto está asociado a la dinámica del consumo, por un lado, y, por el otro, al hecho que después del terremoto se evaluó que estos alimentos no perecibles podrían generar algunos efectos, ya sea por interrupciones en las cadenas productivas o de distribución, lo que llevó a efectuar correcciones al alza de algunos precios, que efectivamente se han materializado a partir de marzo último. Agrega que la proyección que se llevó a cabo inmediatamente después de dicha catástrofe consideró bastante inflación en estos componentes, que no se dio, y luego, en la medida que no se concretaba, se comenzaron a corregir a la baja. Aún así, manifiesta que ha habido aumentos en estos precios.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que más que señalar cuántos precios suben y cuántos bajan, estima que un indicador más eficiente, en el sentido estadístico, que recoge de mejor manera la información, es la varianza de los precios de algunos productos de la canasta ponderada por su incidencia en el IPC, es decir, desviaciones cuadráticas ponderadas por su incidencia en el IPC. En su opinión, ello permitiría saber cuáles son los precios que se escapan muy fuertemente o de manera irregular de la media, y no solo como consecuencia de la estacionalidad.

En cuanto a gastos financieros, el señor Claudio Soto explica que el aumento del impuesto de timbres y estampillas se hizo efectivo en la primera quincena del



mes, que es cuando el INE recolecta estos precios, por lo que dicho aumento debiera observarse en el IPC de julio y revertirse en agosto. Afirma que el alza por este concepto es totalmente transitoria y está incorporada en la proyección.

En relación con el precio del vestuario, reitera que su mayor caída respecto de lo proyectado constituyó una sorpresa y agrega que, dado el patrón estacional, estos podrían volver a caer en julio y luego aumentar en los dos meses siguientes. En cuanto al precio de los cigarrillos, comenta que el alza experimentada semanas atrás también fue sorpresiva y que se mantiene el supuesto de que el alza total a noviembre será de 40%.

Respecto de la tarifa eléctrica, en tanto, indica que próximamente distribuirá una nota con los detalles de su nueva forma de fijación, que es algo más compleja que la utilizada hasta comienzos de este año, ya que ahora hay alrededor de 400 contratos suscritos entre la distribuidora y la generadora, cada uno de los cuales tiene una incidencia en el precio promedio de referencia para los clientes regulados, por lo que cada vez que estos se modifiquen, van a afectar al sistema. Sostiene, en consecuencia, que de ahora en adelante se debieran observar cambios en las tarifas de manera más frecuente, pero de una magnitud menor.

En cuanto a la proyección, el señor Soto informa que el fin de semana anterior se publicaron tres decretos, que establecen un par de indexaciones y la fijación del precio de nudo, los que, en suma, se traducirían en un alza de la electricidad de 4% respecto de marzo último, fecha a la cual hacen referencia estos decretos. No obstante, indica que en julio se debiera registrar una caída de su precio, asociada a una reliquidación por una indexación a la baja que se consideró en forma tardía y que se traduce en una baja de precios transitoria. Agrega que, posteriormente, en agosto y septiembre, se harán efectivas dos nuevas alzas, como resultado de una nueva indexación al alza y la fijación del precio de nudo, las que debieran revertirse hacia diciembre.

Sobre el particular, el señor Claudio Soto hace referencia a la nota que circuló el señor Patricio Rojas esta mañana sobre la inflación. Hace presente que, en general, su análisis sobre el comportamiento del precio de la electricidad es muy similar al expuesto precedentemente, excepto por el hecho que el señor Rojas considera una reliquidación mayor, porque contempla dos indexaciones que debieron haber ocurrido desde enero hasta ahora, una de las cuales ya fue reflejada en la caída de precios de enero a febrero. Agrega que el señor Rojas está suponiendo que ello se debiera sumar en la reliquidación de julio, mientras que el Banco supone que esto ya ocurrió y, por lo tanto, no debiera haber una baja adicional en el precio de la electricidad.

Con respecto al Transantiago, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que se espera un alza de las tarifas, producto de cambios en la metodología y del juicio del panel de expertos que ha trascendido a través la prensa. Al respecto, explica que cada trayecto de micro es una variedad, cada una de las cuales tiene un ponderador, los que son inferidos por la Gerencia a partir de la matriz de viaje del 2007, ya que el INE no los publica. Informa que la matriz de ponderadores se irá ajustando, en la medida que se vayan observando los precios.

A continuación, el señor Claudio Soto indica que el Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles Derivados de Petróleo (Fepco), que dejó de regir el 30 de junio último, será reemplazado, transitoriamente, por el Sipco, que es el Sistema de Protección de los Consumidores de Combustibles, y que luego regirá el Sepco, que es el Seguro de Protección para proteger a los contribuyentes de las variaciones de precios de



los combustibles. Al respecto, plantea que lo más relevante es que la transición del mecanismo de ajuste de precios va a operar de forma muy similar a lo que era el FEPP, que es el Fondo de Estabilización de Precios del Petróleo. Agrega que con el antiguo método, la paridad, que se obtiene de la proyección de precios internacionales, solo salía de la banda en contadas ocasiones, mientras que con el nuevo método, que amplía la banda desde 5 a 12,5%, la paridad se ubica siempre dentro de la banda, al menos en el horizonte de proyección, lo que significa que los precios van a ir directo al público, es decir, desaparecerá el suavizamiento que resultaba de la aplicación del método anterior y, por lo tanto, la incidencia en la proyección del IPC de pasar de Fepco a este nuevo sistema será bastante baja.

En razón de lo expuesto, el señor Soto hace presente que se llega a una proyección del IPC cercana a 4,1% a diciembre, algo mayor que lo estimado el mes anterior, fundamentalmente por las mayores tarifas eléctricas y por la tarifa del Transantiago, que tiene una incidencia de algo menos de una décima en la proyección al final del horizonte, lo que, en parte, se compensa con algunas correcciones a la baja en los componentes X1.

El Presidente señor José De Gregorio señala que la aplicación del remanente del impuesto de timbres y estampillas tiene una incidencia en el IPC de 0,5% y se registra solo en julio. En consecuencia, plantea que si no se hubiese reintegrado el referido impuesto, la inflación sería de solo 0,2% en julio y 1% en agosto, que es lo que se proyectaba en junio. Al respecto, el señor Claudio Soto indica que se debe tener presente que el registro de agosto se verá afectado por las tarifas eléctricas y el Transantiago y por el componente estacional de vestuario, que es significativo ese mes.

En cuanto al perfil de velocidades, el señor Soto manifiesta que se mantiene la evaluación al respecto y, finalmente, a modo de resumen en materia de inflación, señala que el aporte de los alimentos, combustibles y los componentes resto sería mayor y que esta terminaría el año en 4,1%.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, refiriéndose a los mercados financieros. Al respecto, señala que quizás lo más destacable ha sido el movimiento de las tasas *swap* desde la última RPM, que exhiben un aumento sostenido que alcanza a 50 puntos base y que registraron movimientos más significativos luego de dicha Reunión y una vez que se conoció el dato de Imacec de mayo. Agrega que las tasas de los bonos y las tasas más largas, en general, han tenido un comportamiento más bien estable.

Respecto del tipo cambio, en general, indica que la paridad con respecto al dólar ha tenido un comportamiento más bien estable, presentando solo algunos vaivenes desde la última RPM. Añade que en términos multilaterales sí ha experimentado una cierta depreciación, de 2% aproximadamente, que se refleja también en el tipo de cambio real, que se ha movido hacia la parte superior del rango de valores coherentes con el equilibrio y se ha situado en torno a 95.

Destaca, a continuación, que la Bolsa no solo registra un aumento desde la última RPM, sino que su rendimiento ha sido claramente superior al de otras bolsas regionales desde abril último.

En cuanto a las tasas de colocación, el señor Claudio Soto hace presente que se mantienen relativamente estables, excepto las tasas de los créditos hipotecarios, que, en general, están muy asociadas al comportamiento de los BCU. Sin embargo, hace



presente que, últimamente, las tasas de estos papeles han aumentado y las de los hipotecarios han caído, lo que podría estar obedecer a que las ventas de viviendas han caído, reflejando el menor precio de los créditos.

Con relación a las colocaciones, destaca que los datos mes a mes dan cuenta de su dinamismo y que estas no solo comenzaron a registrar tasas de variación anual positivas, sino que ellas han aumentado. En todo caso, indica que las tasas de variación anual del crédito aún están por debajo de los niveles alcanzados antes de la crisis, pero que las perspectivas apuntan a que dicho crecimiento persista, en la medida que perdure la dinámica que han estado registrando las colocaciones hasta ahora.

Asimismo, informa que se publicaron los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario, que arrojó que hay mayor flexibilidad en el otorgamiento de créditos por parte de los bancos y un fortalecimiento de la demanda, excepto la de las empresas inmobiliarias, lo que es coherente con la caída en las ventas del sector inmobiliario, con las menores tasas de los créditos hipotecarios y con una percepción de demanda de crédito de estos sectores que también es más baja.

El Gerente de Análisis Macroeconómico menciona luego que el ritmo de expansividad de los agregados monetarios se ha contraído, en línea con los aumentos de tasas.

Respecto de las expectativas, el señor Claudio Soto indica que las de crecimiento, que durante muchos meses se mantuvieron en 4,5% para el presente año, se corrigieron al alza después de conocido el dato del Imacec de mayo, tanto para este como para el próximo año, hasta 4,8% y algo inferior a 6%, respectivamente.

En cuanto a las expectativas de inflación, señala que las mesas de dinero a dos años y la Encuesta de Expectativas Económicas a veinticuatro meses continúan con estimaciones de inflación en torno a 3%. Al respecto, el señor Claudio Soto destaca que habitualmente reporta la mediana de la encuesta y que, en esta ocasión presenta, por primera vez, una desagregación entre el número de agentes que piensa que la inflación va a ser inferior a 3% a dos años, el número de agentes que estima que será de 3% y aquellos que prevén que será superior a 3% en el mismo horizonte. Informa que esta refleja que ha habido un cierto aumento del número de encuestados que responden que la inflación a dos años va estar por sobre el 3% y que, de hecho, si hubiese habido una respuesta más que se inclinaba por una inflación superior a 3%, habría implicado que la mediana no hubiese sido 3%, sino que mayor que 3%.

A propósito de esta información, el Presidente señor José De Gregorio plantea que sería interesante replicarla a partir de la fecha en que la inflación comenzó a aumentar, es decir, a partir del año 2006. El señor Vicepresidente, recordando lo mencionado en alguna oportunidad por el señor Rodrigo Valdés, Gerente de División de Estudios de la época, señala que este fenómeno ya estaba ocurriendo antes, por lo que cabría considerar información anterior a ese año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico continúa, haciendo presente que la mayoría de los analistas y quienes respondieron las diferentes encuestas, piensan que el Consejo del Banco Central de Chile acordará un aumento de la tasa de política monetaria de 50 puntos base, y que solo unos pocos estiman que se optará por una reducción de 25 puntos base.



Para concluir su presentación, el señor Claudio Soto informa que la curva *forward* se movió, de alguna manera, en línea con lo contemplado en el IPoM, esto es, que habrá un cierto adelantamiento en el retiro del impulso monetario y que esta curva es algo más cóncava respecto de lo que el mercado consideraba hasta un mes atrás, contemplando una tasa de 3,2% a diciembre de este año. Agrega que el movimiento de los bonos, de las tasas más largas, que fue de una magnitud menor, así como el aumento de las tasas *swap*, que se produjo anteriormente, explicarían la visión de que el retiro monetario se adelantaría respecto de lo considerado previamente.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al señor Claudio Soto y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que su comentario apunta al crédito de la banca y a la FLAP, específicamente al hecho que la tasa de crecimiento del crédito se ha vuelto positiva en los últimos meses y que, al mismo tiempo, el término de la FLAP llevó a los bancos a deshacer posiciones muy líquidas, a vender PDBC y a recurrir a sus excesos de reservas para pagar sus compromisos. Sobre el particular, consulta en qué medida la importante alza de las tasas de interés de corto plazo, más allá de las expectativas de alzas de la TPM, se debió a que se aceleró el proceso de obligar a los bancos a deshacer posiciones de liquidez, en circunstancias de que ellos todavía mantenían cierta preferencia por liquidez.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón manifiesta que el planeamiento es correcto, ya que los bancos, ante la necesidad de pagar sus compromisos, compraron o vendieron depósitos de manera intensiva entre ellos, lo que explica, en gran medida, el alza de las tasas de los depósitos a plazo. Agrega que este fenómeno debiera ser transitorio, ya que las tasas o, al menos el *spread* con respecto a la *swap* promedio cámara, debieran bajar.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si ello significa que parte del alza de tasas está asociada a estas ventas de depósitos, por lo que ella sería de carácter transitorio. El señor de Ramón responde que la Gerencia División de Operaciones Financieras cuenta con los datos de precios y cantidades, y tiene individualizados a los compradores de los depósitos, que corresponden, básicamente, a bancos y fondos mutuos.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan agrega que, en junio, fueron las AFP las que liquidaron sus posiciones de depósitos de plazo en forma más significativa. Añade que ello ha sido compensado, en parte, por los fondos mutuos, que liquidan PDBC. En todo caso, indica que los actores más dinámicos han sido los fondos de pensiones en los últimos meses.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que, comparando la curva *forward* presentada con la distribuida por la Gerencia División de Operaciones Financieras, hay algunas diferencias. En primer término, señala que, de acuerdo con un cálculo simple, la expectativa para la TPM a diciembre que se obtiene de la curva *forward* debiera ser 3,44 ó 3,5% y no 3,25% como acaba de señalarse, lo que es confirmado por el señor Claudio Soto.

En opinión del señor Vicepresidente, esa diferencia es relevante por dos razones. En primer término, porque lo que arroja la Encuesta de Operadores Financieros y la *forward* es prácticamente lo mismo, pero no así si esta última aumenta las expectativas en 25 puntos base. Agrega que si se supone que es probable que todos los



meses se acuerde un alza de tasa, la diferencia será que ellos esperarían que hubiera un alza de 50 puntos base adicional, respecto de lo contemplado por la Gerencia División de Estudios. Al respecto, consulta cuál es el origen de las diferencias.

El Gerente de División Estudios manifiesta que la diferencia fundamental radica en que la curva expuesta se calcula para el tramo largo, de dos a más años, con los BCP, aun cuando se sabe que los BCP con la *swap* no están perfectamente arbitrados. De hecho, indica que la concavidad de la *swap* de aquí a un año es mayor que la concavidad de la curva *forward* referida, lo que refleja que el punto de llegada de la *swap* debiera estar por debajo del punto de llegada de los BCP y *forward*. Añade que, de hecho, los operadores y los analistas efectúan apuestas respecto del grado de concavidad de la curva y ello forma parte del debate de la trayectoria de la TPM.

No habiendo más comentarios, el Presidente señor José De Gregorio da por finalizada la sesión de la mañana a las 13:10 horas.

Siendo las 16:00 horas, el Presidente señor José De Gregorio abre la sesión de la tarde y da la bienvenida al Ministro de Hacienda Subrogante señor Rodrigo Álvarez, quien asiste por primera vez a una Reunión de Política Monetaria.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Estudios señor Pablo García, para que presente las Opciones de Política Monetaria correspondientes a la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios inicia su presentación, indicando que en su Reunión de Política Monetaria de junio, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,00% anual, y consideró apropiado, en ese momento, iniciar el retiro del significativo estímulo monetario prevaleciente, señalando que lo continuaría a un ritmo que dependería de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

A continuación, el señor Pablo García menciona los principales antecedentes desde la última RPM. En primer término, señala que los mercados financieros internacionales, principalmente las bolsas, han continuado mostrando volatilidad; que el dólar se ha depreciado, en un contexto de menores tasas de interés de largo plazo; y que el foco de atención global se centra ahora en los resultados de las pruebas de tensión en Europa y en la forma como sus resultados serán enfrentados por las autoridades respectivas. Agrega que aun cuando la visión de consenso sobre el crecimiento global todavía no se ha visto alterada mayormente, se aprecia un grado algo mayor de pesimismo sobre las perspectivas de actividad luego de las cifras recientes de producción industrial, confianza y creación de empleo en diversas economías.

En segundo lugar, informa que, a nivel local, sigue siendo notorio que los mercados financieros muestran desempeños disímiles respecto del entorno global. Al respecto, precisa que los indicadores bursátiles internos han continuado marcando máximos históricos, que el costo de fondeo de las instituciones financieras se ha movido básicamente con las expectativas privadas de tasas y no con mayores primas, y que las condiciones crediticias se aprecian más holgadas.

Como tercer antecedente destacable, comenta que las cifras de actividad y demanda han vuelto a sorprender al alza, retomando tendencias similares a las observadas antes del terremoto, pero que, en todo caso, sigue siendo válido el



diagnóstico de que una parte de lo anterior responde a un abultamiento transitorio. Añade que las cifras de inflación de corto plazo se han ubicado dentro de lo previsto, con un aumento gradual de los registros subyacentes, esperándose para fines de este año niveles de inflación anual del IPC algo por sobre los previstos en el IPoM de junio último.

Respecto de la decisión que debe adoptarse en la presente Reunión, el señor Pablo García indica que los analistas esperan de forma casi unánime un incremento de la TPM de 50 puntos base, y destaca que es notable que el mensaje implícito del IPoM reciente, en términos de una trayectoria cóncava para la TPM, haya sido incorporado nítidamente en las expectativas tanto de mercado como de los analistas. Plantea, asimismo, que la principal consideración para esta ocasión es la estrategia de política monetaria contenida en el Informe citado y su coherencia con los antecedentes coyunturales, además de aspectos tácticos y comunicacionales, todo lo cual lleva a evaluar que la opción más plausible para esta Reunión es la de incrementar la TPM en 50 puntos base.

El Gerente de División aludido hace presente que la estrategia de política monetaria contenida en el último IPoM contemplaba incrementos de la TPM hasta niveles del orden de 4% hacia junio del 2011 y que, al igual que en la Reunión pasada, esto implica incrementos de 25 ó 50 puntos base durante varios trimestres. Por otro lado, señala que la trayectoria para la TPM implícita en dicho Informe sugería un perfil cóncavo, es decir, con incrementos más agresivos al principio y una convergencia a niveles algo inferiores a los implícitos en los precios de activos para fines del 2011 o principios del 2012.

El señor Pablo García subraya, a continuación, que la información coyuntural y sus implicancias para las perspectivas más inmediatas de la actividad y la demanda no es materialmente muy distinta de la considerada en el IPoM, ya que, por una parte, siguen observándose tendencias subyacentes acotadas para las presiones inflacionarias en la coyuntura; porque si bien un conjunto de analistas en la encuesta mensual, aún no mayoritario, ha desplazado las expectativas de inflación a dos años hacia niveles por encima de 3%, ello no configura todavía un desvío que se pueda considerar relevante para efectos de la política monetaria; y debido a que los riesgos de un escenario externo más débil siguen presentes, en particular a pocos días de que se conozcan finalmente los resultados de los ejercicios de tensión en la banca europea. En su opinión, estos antecedentes hacen poco recomendable acelerar el ritmo de normalización en esta ocasión.

Por otro parte, indica que se sigue evaluando que el muy significativo dinamismo reciente de la demanda y algunos componentes de la actividad tienen componentes transitorios, transitoriedad que se observa, principalmente, en las importaciones de bienes de consumo y de capital, así como en algunos indicadores de la actividad comercial. A su juicio, ello no altera el diagnóstico de que las tendencias de más mediano plazo siguen siendo positivas para Chile, en términos de crecimiento global y de condiciones financieras y precios de *commodities*. Agrega que la inflación anual se ubicará en la parte superior del rango meta, tal como estaba previsto en el IPoM. En opinión del señor Pablo García, estos antecedentes, junto con algunos de los riesgos identificados en el IPoM reciente, asociados a un dinamismo más persistente de la actividad y la demanda, llevan a descartar la posibilidad de reducir en esta ocasión el ritmo al cual se está normalizando la política monetaria.

El señor García prosigue, manifestando que aunque la velocidad a la cual se realice el proceso de normalización nunca es una elección evidente, el proceso de



elaboración del IPoM permitió comunicar dicha estrategia al menos para el corto plazo y en un escenario base, y destaca que las expectativas privadas, tanto de analistas como aquellas implícitas en los precios de activos recogieron apropiadamente los contornos de esta estrategia. Plantea que en la medida en que se estime que los escenarios de riesgo delineados en dicho IPoM no se han materializado o, al menos, cambiado significativamente de probabilidad relativa, no parece conveniente señalar en esta oportunidad un rumbo distinto de la política monetaria del que justamente está hoy implícito en estas expectativas, y que de estimarse que dichas probabilidades son distintas, lo conveniente puede ser modificar los contenidos del comunicado de la presente Reunión, destacando la mayor relevancia de alguno de los escenarios de riesgo.

Por lo anteriormente expuesto, el señor Pablo García expresa que una decisión que difiera de la que espera el mercado, sea con contenidos significativamente distintos del comunicado anterior o una decisión que sea diferente de la de un aumento de 50 puntos base, probablemente sea sorpresiva. En su opinión, ello podría señalar que el Banco tiene un diagnóstico distinto del que indicó en el último IPoM y que el Consejo considera prudente transparentar dicho mensaje.

El Presidente agradece la exposición del Gerente de División Estudios y, a continuación, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda Subrogante señor Rodrigo Álvarez.

En primer término, el Ministro de Hacienda Subrogante señor Rodrigo Álvarez, transmite el saludo del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín, quien se encuentra en Nueva York participando en Chile Day 2010, y hace propicia la ocasión para agradecer, en nombre de ese Ministerio y, en particular, del Jefe de Asesores de esa Secretaría de Estado señor Rodrigo Cerda, el excelente trabajo realizado por el *staff* del Banco Central, que ha quedado de manifiesto en la presentación de la coyuntura interna y externa que el país enfrenta en la actualidad.

El señor Rodrigo Álvarez inicia su exposición, señalando que para el Ministerio de Hacienda, la cifra de inflación de junio, de 0% mensual y 1,2% en doce meses, estuvo bajo lo esperado y que parte importante del resultado estuvo influido por la caída en los precios de combustible, como la gasolina y el diesel. Agrega que el IPCX registró un alza de 0,3% mensual y el IPCX1, de 0,2%, por lo que las mediciones en doce meses se ubican en 0,1 y -0,7%, respectivamente.

Asimismo, destaca la caída de 4,1% mensual de la gasolina, debido fundamentalmente a los menores precios del petróleo a nivel internacional derivados de la crisis fiscal que atraviesa Europa, así como la caída de los precios de los combustibles y otros productos, que han permitido contrarrestar importantes alzas, como la de los precios de los cigarrillos, el servicio de transporte multimodal y diversas frutas y verduras de la estación.

Hace notar que aun cuando la inflación a junio de 2010 alcanza a 1,7%, el IPCX1 acumula 0,2% en igual período, lo que se debe a que los aumentos de precios observados durante estos últimos meses obedecen, esencialmente, a fenómenos puntuales, no existiendo, por ende, un alza de precios generalizada, al menos hasta ahora. Plantea, en consecuencia, que las cifras revelan que, a la fecha, las presiones inflacionarias se encuentran contenidas.

En cuanto a las expectativas económicas de julio, el señor Ministro de Hacienda Subrogante indica que las expectativas de inflación continúan dentro del rango



de tolerancia del Banco Central, esperándose que llegue a 3,5% este año y a 3,2% en el 2011, de lo cual se desprende que las expectativas de inflación siguen contenidas, incluso a plazos más largos.

El señor Rodrigo Álvarez prosigue, señalando que los salarios nominales tuvieron un aumento moderado en el mes de mayo y que, de hecho, las remuneraciones crecieron 3,5% en doce meses, mientras que el costo de la mano de obra lo hizo en 4,4%.

Por otra parte, comenta que el peso se ha mantenido fluctuando respecto del dólar desde la Reunión de junio, en línea con los vaivenes de la economía internacional de este período, por lo que los factores salario y tipo de cambio no parecen estar provocando presiones sobre la trayectoria inflacionaria.

En términos de actividad económica, subraya que el Imacec de mayo sorprendió al mercado, al mostrar un aumento interanual de 7,1% y superar ampliamente las expectativas, contribuyendo, de esta forma, a mejorar las perspectivas de crecimiento para la economía chilena en el 2010. No obstante, hace notar que, a pesar de ser una muy buena cifra, es preciso recordar que se enfrenta una bajísima base de comparación, por lo que no se pueden sacar conclusiones basadas en las cifras de un mes en particular. Plantea, además, que se debe tener presente que aún subsiste la incertidumbre sobre la evolución de la economía internacional, ya que la situación fiscal en varios países europeos continúa generando un grado considerable de incertidumbre externa, ensombreciendo las perspectivas de crecimiento mundial y, por ende, también de Chile.

Sostiene, además, que la materialización del escenario internacional adverso, en el que ocurre un reajuste abrupto y doloroso en los créditos fiscales, podría poner en riesgo la recuperación, aunque los riesgos de este último escenario parecen aún acotados.

Especial mención hace a que el Ministerio de Hacienda ha diseñado medidas que persiguen la consecución de un proceso de reconstrucción macroeconómicamente balanceado, buscando que se minimicen los efectos indeseables sobre el tipo de cambio, la inflación y las tasas de interés.

En este contexto, y para finalizar, el señor Rodrigo Álvarez hace presente que, como Ministerio de Hacienda, estima que lo más adecuado es continuar con el proceso de normalización de la política monetaria, para evitar posteriormente alzas abruptas que signifiquen un freno importante a la actividad.

El Presidente señor José De Gregorio, agradece la intervención del señor Ministro de Hacienda Subrogante y, a continuación, da paso a la votación, concediéndole la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

El señor Rodrigo Vergara agradece, en primer término, el trabajo preparado por el *staff* del Banco. Luego, señala que la situación económica externa no ha cambiado mayormente respecto de la última RPM, ya que los mercados financieros externos siguen mostrando volatilidad, empujados por las incertidumbres que siguen prevaleciendo en Europa. Agrega que en Estados Unidos también existe preocupación sobre la sostenibilidad de la recuperación y que desde la propia Reserva Federal se moderan las perspectivas de crecimiento. Con todo, indica que las proyecciones internacionales de crecimiento global no han sufrido cambios significativos y siguen mostrando un panorama de crecimiento importante para este y el próximo año.



En su opinión, quizás la mayor diferencia es que, de alguna manera, se consolidan las preocupaciones sobre los escenarios de riesgos. En este sentido, plantea que las cifras fiscales de muchos países, aún con los ajustes ya realizados, reflejan una importante debilidad; que las proyecciones de reducción del déficit, en muchos casos, descansan en supuestos optimistas respecto de la posibilidad de generar nuevos ingresos y/o reducir gastos; y que es esperable que esta incertidumbre se mantenga por un tiempo prolongado.

En el plano interno, hace referencia al Imacec de mayo, cuyo elevado registro constituyó una sorpresa. Al respecto, hace notar que las proyecciones para el año han ido aumentando, destacándose una fuerte aceleración en el segundo y tercer trimestre, y el hecho que la proyección de mercado para el año 2011 también sea elevada, cercana a 6%. Junto con ello, señala que la demanda interna sigue exhibiendo altas tasas de crecimiento y que, más allá de una probable moderación hacia fines de año, su incremento para el año, explicado por el consumo y, en mayor medida, por la inversión, superaría con creces el del PIB. Indica que a ello se suman la industria, que había sido fuertemente afectada por el terremoto y ahora muestra claras señales de recuperación; la construcción, que si bien exhibe señales mixtas, podría tener un repunte en la medida que se consoliden las actividades de reconstrucción; y el comercio, cuyo dinamismo debiera moderarse, pero manteniendo interesantes tasas de crecimiento.

El Consejero señor Rodrigo Vergara hace presente también que el empleo sigue mostrando fuertes tasas de incremento en doce meses, aunque en el margen se estabiliza, y que las colocaciones se aceleran y salen de la caída y estancamiento que exhibieron durante un buen tiempo.

En materia de inflación, menciona que la de junio fue algo inferior a lo previsto, no así las mediciones subyacentes, y que se espera que continúe el proceso de alza de algunas tarifas. Señala que ello, junto con algo más de presiones de demanda, llevaría la inflación de doce meses al interior del rango de tolerancia del Banco Central en el corto plazo. Agrega que el IPCX1, en tanto, se quedaría por un tiempo más prolongado bajo dicho rango, aunque mantendría su tendencia al alza.

A juicio del señor Rodrigo Vergara, las circunstancias indican que lo razonable es seguir en esta ocasión con el proceso de normalización de la política monetaria. Afirma que la actual política monetaria sigue siendo fuertemente expansiva y que un aumento, en esta oportunidad, inferior al de la Reunión previa, daría la señal de un menor cierre de brecha y/o de inflación proyectada, lo que no es el caso. Plantea, además, que los riesgos todavía presentes en el escenario externo tampoco hacen aconsejable acelerar el ritmo y que, por lo demás, así lo ha entendido el mercado, que apuesta, en su gran mayoría, por un aumento de 50 puntos base en la TPM.

Asimismo, señala concordar con la Minuta de Opciones, en cuanto a que los contenidos del comunicado no deben ser significativamente distintos del anterior. En todo caso, es de opinión que la señal debe ser clara en cuanto a que, en el escenario base, el proceso de normalización de la política monetaria continuará en los próximos meses.

En razón de lo anteriormente expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por subir la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 1,50%.



El Consejero señor Sebastián Claro comienza su intervención, indicando que, a grandes rasgos, las noticias recibidas en el ámbito externo e interno son coherentes con las expectativas y proyecciones, y no sugieren un desvío relevante en las perspectivas internas y externas que justifique un cambio en la trayectoria proyectada para la TPM.

Destaca que en el ámbito externo se han producido dos grandes fenómenos. Por una parte, indica que las últimas cifras de actividad tienden a confirmar una desaceleración en el margen de la actividad externa, lo que ha generado alguna corrección en ciertos activos. Detalla, al respecto, que la actividad en los primeros meses del año fue mayor que la proyectada, asociada principalmente a la recuperación de inventarios, pero que ya se observan signos de normalización en las tasas de crecimiento. En todo caso, sostiene que las proyecciones de mercado todavía mantienen una proyección auspiciosa para este y el próximo año.

Por otra parte, hace presente que se observa una tensa calma en los mercados financieros europeos y en la banca, que parecen depender, en parte, de la divulgación de los tests de estrés que se publicarán la semana próxima y que presumiblemente contribuirán a transparentar la situación de la banca. Sobre el particular, plantea que es razonable que en caso que sean necesarios cuantiosos requerimientos de capital en algunas instituciones importantes, los mecanismos debieran ser anunciados rápidamente para evitar tensiones innecesarias. En todo caso, señala que, en su opinión, las perspectivas para la recuperación económica en Europa son débiles y siguen siendo una fuente de riesgos importante, en especial, porque la situación fiscal es frágil.

En el ámbito interno, subraya que la actividad mostró un dinamismo importante, lo que da cuenta de un segundo semestre bastante más activo que el esperado. No obstante, hace notar que también se observan algunas señales de desaceleración en el margen, acorde con lo anticipado, que se derivan de los datos de importaciones, tanto de bienes de consumo como de capital, y de algunas medidas de expectativas. Indica, asimismo, que el empleo ha tenido una trayectoria creciente, aunque la última cifra sugiere cierta estabilidad.

El señor Sebastián Claro se refiere luego a la inflación, cuya cifra, si bien estuvo en línea con lo esperado y mostró registros acotados, se espera que el registro anual dé cuenta de un alza en los próximos meses, no solo por efectos puntuales, como las tarifas del transporte público o las tarifas eléctricas, sino que por las naturales presiones derivadas del dinamismo que está exhibiendo la demanda.

Plantea que el crédito también está dando señales de dinamismo, con las colocaciones creciendo en torno a 6% anual en términos nominales, y que los agregados monetarios menos líquidos todavía no muestran tasas de crecimiento en doce meses, aunque en el margen parecen estar recuperándose. A su juicio, ello da cuenta de una creciente normalización del sistema financiero y de la disponibilidad de la banca a tomar más riesgos, aunque todavía prefiere mantener una posición de liquidez anormalmente alta, fenómeno que podría mantenerse en el tiempo, dada la incertidumbre que aún persiste.

Para resumir, el Consejero señor Sebastián Claro es de opinión que sigue siendo necesario recoger parte del estímulo monetario con un alza de la TPM. Manifiesta que el mercado espera un alza de 50 puntos base de forma casi unánime y que personalmente se inclina por esa opción. Asimismo, y tal como lo sugiere la Minuta de



Opciones, estima adecuado mantener el mensaje que la velocidad de normalización de la política monetaria dependerá de la evolución de las condiciones internas y externas.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado, e indica que las noticias del último mes sugieren un panorama que no difiere significativamente del visualizado en el último IPoM.

En el frente externo, señala que la actividad real continúa expandiéndose y que las proyecciones para este y el próximo año siguen apuntando a un crecimiento relevante, impulsado principalmente por las economías emergentes. No obstante, advierte que los riesgos siguen muy presentes; que si bien se observa algún alivio en el margen, las tensiones en los mercados financieros persisten; y que los problemas estructurales que afectan a las economías desarrolladas, particularmente el deterioro de las cuentas fiscales y la debilidad de los sistemas bancarios, siguen despertando bastante preocupación. A su juicio, todo ello genera interrogantes sobre el crecimiento mundial de mediano y largo plazo. Estima, asimismo, que, en el corto plazo, lo más probable es que persista una alta volatilidad en los mercados financieros.

El señor Enrique Marshall subraya que este cuadro es particularmente complejo para las economías emergentes, que muestran en estos momentos un marcado dinamismo impulsado por factores internos, por lo que sus autoridades deben, por una parte, asegurar que el crecimiento se encauce sobre bases estables y que las presiones inflaciones permanezcan contenidas, y, por otra, monitorear con atención la evolución de los factores de riesgos que amenazan a la economía mundial.

El Consejero señor Enrique Marshall prosigue, destacando que en el frente interno, las noticias han sido bastante favorables. Al respecto, menciona que la actividad muestra una clara recuperación y que, en ese sentido, las cifras conocidas son inequívocas e, incluso, han sorprendido al alza, como ocurrió con el último Imacec. Comenta que el principal impulso proviene de la demanda interna, que se expande a un ritmo superior al de la actividad, lo que se ve reflejado en la evolución de las importaciones. Agrega que si bien esta tendencia se debería moderar, las proyecciones apuntan, de todos modos, a un crecimiento de la demanda y la actividad bastante vigoroso en los próximos trimestres. En su opinión, varios factores apoyan esta evolución: las políticas macroeconómicas en curso, en particular la política monetaria; la evolución de la masa salarial; la creciente normalización o flexibilización de las condiciones ofrecidas por los bancos y el repunte de los agregados crediticios; y el esfuerzo de reconstrucción posterior al terremoto. Sin embargo, sostiene que persiste alguna incertidumbre sobre la evolución de la demanda en el mediano plazo, por lo que advierte que el riesgo de que esta adquiera una velocidad mayor que la visualizada está presente y debe ser procesado con atención.

En materia de inflación, el señor Enrique Marshall hace presente que el último IPC sorprendió al no registrar variación, pero que ello no permite inferir cambios relevantes en su trayectoria, y que las proyecciones de corto plazo sugieren que esta seguirá subiendo y apuntando a su convergencia a la meta en el mediano plazo. Por lo demás, menciona que las cifras de inflación subyacente fueron positivas y estuvieron dentro de lo esperado. Por el lado de los costos, en tanto, señala que no se observan presiones o fuerzas que puedan tener un impacto relevante sobre la trayectoria de la inflación. En su opinión, esta última aparece fundamentalmente determinada por la evolución de la actividad y el cierre de las holguras de capacidad, lo que se espera ocurra en el transcurso del próximo año.



Especial mención hace a que las señales de normalización de la TPM entregadas por el Banco Central han sido bien asimiladas por el mercado, y que las expectativas apuntan con nitidez a un alza de 50 puntos base para esta Reunión.

En suma, expresa que el panorama no es muy distinto del que se había anticipado, ya que la actividad adquiere dinamismo y la inflación, con fluctuaciones que responden a factores puntuales, se muestra en un proceso de aproximación a niveles coherentes con la meta.

En esa perspectiva, plantea que lo que se impone es proseguir con el proceso de normalización que se inició en la Reunión anterior, ya que la TPM permanece aún en un nivel muy bajo y a una distancia apreciable de cualquier medida de tasa neutral.

En su opinión, la opción de subir la TPM en 50 puntos base surge con bastante claridad, ya que no solo resulta coherente con el diagnóstico y las señales que el Banco Central ha entregado y es lo que espera el mercado, sino porque no advierte razones o argumentos para sorprenderlo en esta oportunidad. Asimismo, manifiesta descartar otras opciones, porque podrían insinuar o sugerir un cambio de diagnóstico o de visión sobre el ritmo al cual debe proceder la normalización de la TPM. En estos momentos, enfatiza que resulta conveniente reafirmar lo que se ha señalado, lo que se logra con un ajuste como el sugerido.

En razón de los fundamentos expuestos, el Consejero señor Enrique Marshall vota por subir la TPM en 50 puntos base, para dejarla en 1,5%.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agradece, como siempre, el análisis del *staff* y declara que, en esta oportunidad, hace suyo la lista de antecedentes nuevos respecto de la Reunión anterior, contenidos en el punto 2 de la Minuta de Opciones, a los que añade los siguientes comentarios.

En primer término, indica que el Banco Central ha estado adelante de la curva, siendo el mercado el que ha reaccionado a las diversas señales de esta Institución, y destaca que la evolución del mercado y de los analistas da cuenta de una elevada credibilidad del Banco Central, respecto de los movimientos de corto plazo de la tasa de política monetaria.

En segundo lugar, señala que, sin embargo, la cantidad de respuestas de la Encuesta de Expectativas Económicas, que proyecta un crecimiento del producto en el año 2010 superior al contemplado en el escenario base y una inflación superior al 3% en el horizonte de política, sin que sea todavía mayoritaria, también ha aumentado. Manifiesta que la lectura que hace de estos antecedentes es que lo que para el Banco Central constituye un escenario de riesgo, es decir, de un crecimiento más acelerado del producto y de la demanda interna, para una fracción creciente de los analistas parece ser su escenario base. En su opinión, esta situación requiere de un monitoreo cercano, porque, citando a modo de ejemplo, en episodios similares del pasado reciente, la mayor inflación esperada por el mercado se transformó, a poco andar, en una profecía auto cumplida.

Como último comentario, hace presente que en el escenario externo, los riesgos delineados en el IPoM siguen latentes, como lo señala la Minuta de Opciones.



Al proseguir, el señor Manuel Marfán manifiesta coincidir con la Minuta, en el sentido que la normalización de la política monetaria debe continuar con un aumento de 50 puntos base en la tasa de política monetaria, ya que esa no solo es la decisión consistente con el escenario base, sino que también es lo que espera mayoritariamente el mercado. Junto con ello, señala que, a su juicio, el sesgo del comunicado debe mantenerse respecto de la Reunión anterior. Añade que un escenario en el que hay credibilidad respecto de la política monetaria del corto plazo y, a la vez, donde una fracción creciente de analistas predice una inflación superior a la meta en 24 meses, debe ser abordado oportunamente.

En su opinión, el escenario base del último IPoM sigue siendo el más probable. Menciona, asimismo, que su preocupación es más bien respecto del proceso de formación de expectativas de mediano plazo.

Por todo lo anterior, el Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que su voto es por elevar la tasa de política monetaria en 50 puntos base y mantener el sesgo del comunicado anterior.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que la economía chilena y su entorno externo evolucionan de manera coherente con el escenario central del último IPoM. Destaca que, en el margen, la actividad doméstica sorprendió al alza, lo que ha llevado a los analistas privados a aumentar su proyección para la expansión del PIB durante este año. Indica, asimismo, que las proyecciones más recientes del FMI y de *Consensus Forecasts* prevén un crecimiento para el mundo algo superior al del último IPoM, pero que las diferencias no son lo suficientemente significativas como para afectar el escenario central del Banco. Por otra parte, señala que resulta importante subrayar que las proyecciones internacionales no han mostrado cambios respecto de las observadas antes de que se desataran las tensiones financieras en Europa, lo que responde, en parte, a un mejor desempeño de la economía mundial durante el primer trimestre.

Con todo, hace presente que el escenario internacional sigue mostrando una recuperación pausada y heterogénea, a pesar que las tensiones financieras siguen aportando una cuota de incertidumbre importante que, a su juicio, debe ser debidamente considerada en la evaluación que efectúe el Banco sobre los riesgos que enfrenta la economía chilena. Agrega que la economía mundial seguirá con un crecimiento pausado y que no se puede descartar alguna desaceleración en los países industriales, debido al proceso de desapalancamiento de los elevados niveles de deuda, al retiro de los estímulos fiscales, en especial en economías con situaciones fiscales delicadas, y al aumento de tensiones financieras. No obstante, sostiene que estos riesgos, en su estado actual, no debieran afectar el curso que hoy se espera de la política monetaria.

En el ámbito inflacionario, el Presidente señor José De Gregorio menciona que los registros de inflación de junio fueron levemente inferiores a los esperados, tanto para el IPC como el IPCX, que el IPCX1 registró una sorpresa positiva, y que estas desviaciones, que están dentro de rangos normales, confirman las principales tendencias contenidas en el último IPoM. Añade que la inflación sigue contenida y que los actuales niveles de brecha, así como la evolución de los determinantes de los costos de producción, hacen prever que, salvo por algunos aumentos de algunos precios puntuales, la inflación seguirá acotada en el futuro inmediato. Sin embargo, hace notar que la vigorosa recuperación de la economía hace anticipar que la inflación irá en aumento, lo que hace necesario continuar con el proceso de normalización de las condiciones financieras.



El señor José De Gregorio manifiesta, a continuación, que la instancia de política monetaria sigue siendo muy expansiva, en particular cuando se le compara con el grado de dinamismo que presenta la economía. Agrega que las brechas de actividad aún son amplias, lo que indica que tener una política monetaria expansiva es consistente con el cierre de estas brechas y el aumento de la inflación a su meta. No obstante, enfatiza que es importante conducir la política monetaria de manera anticipada a que se generen presiones inflacionarias inconsistentes con la meta, que puedan requerir, en el futuro, ajustes monetarios más severos y con implicancias más severas también sobre la actividad. Por esa razón y, dado que la tasa está aún muy por debajo de lo que podría considerarse como una tasa neutral, estima que continuar con un alza de 50 puntos base constituye la mejor opción hoy día. En consecuencia, y en virtud de lo expuesto, manifiesta que su voto es por subir la tasa a 1,5%.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio señala que el acuerdo unánime del Consejo es aumentar la TPM en 50 puntos base.

Antes de finalizar la Sesión, el señor Presidente reitera a todos los presentes que el comunicado se publicará a las 18 horas, como es usual, razón por la cual la decisión adoptada en esta sesión no podrá ser informada antes de esa hora.

157-01-100715 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,50% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,50% anual.

En el ámbito externo, la volatilidad en los mercados financieros producto de la situación económica en Europa se mantiene elevada, y persiste la incertidumbre sobre el efecto de dichas turbulencias sobre las perspectivas de actividad mundial. Con todo, los precios del cobre y del petróleo continúan en niveles altos y el entorno externo que enfrenta la economía chilena sigue siendo favorable.

En el plano interno, la información disponible de actividad y demanda muestra un dinamismo significativo, dentro de los rangos previstos en el último Informe de Política Monetaria.

En junio, el IPC tuvo una variación nula, levemente menor a lo anticipado por el mercado, mientras que las diferentes medidas de inflación subyacente tuvieron registros positivos. Las expectativas privadas hacia fines del horizonte de política son congruentes con niveles de inflación anual en torno a 3%.

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



El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:45 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



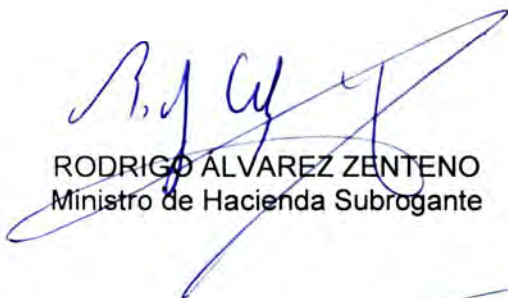
JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



RODRIGO ALVAREZ ZENTENO
Ministro de Hacienda Subrogante



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe





BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 158 celebrada el 12 de agosto de 2010

En Santiago de Chile, a 12 de agosto de 2010, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste también el señor:

Ministro de Hacienda,
don Felipe Larraín Bascuñán;

y los señores:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante
don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios,
don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales,
don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica,
don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Gerente de Estabilidad Financiera,
don Luis Opazo Roco;
Gerente de Investigación Financiera,
Don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Erika Arraño González;
Asesor de la Presidencia,
don Felipe Labbé Castillo; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 158, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de febrero de 2011 para el día 17 de dicho mes.

Informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín solo asistirá a la sesión de la tarde, mientras que su Asesor señor Rodrigo Cerda lo hará a ambas sesiones.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio da paso a la presentación del escenario externo, a cargo del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann.

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición, mencionando los principales desarrollos del último mes. Señala, en primer término, que se ha acrecentado la preocupación respecto del ritmo de recuperación de Estados Unidos. Indica que ello ha llevado a la Reserva Federal (FED) a adoptar nuevas medidas no convencionales, básicamente a reinvertir los vencimientos de activos en bonos del Tesoro, las que se han traducido, a su vez, en caídas de las tasas de interés. Informa que, en línea con lo anterior, la confianza empresarial y de los consumidores se ha reducido en la mayoría de las economías desarrolladas, y que a esta dinámica han contribuido, además, las cifras del mercado laboral, que fueron más débiles que lo anticipado. Asimismo, hace presente que los resultados de las pruebas de tensión de bancos europeos llevaron a disminuir las percepciones de riesgo, determinando menores primas y una recuperación de los mercados bursátiles, movimientos que luego se han revertido parcialmente, debido a las preocupaciones más recientes por la actividad. Finalmente, subraya que los precios de los *commodities* muestran alzas generalizadas, destacando el caso del trigo.

El señor Lehmann plantea que, en materia de actividad, se observa una cierta moderación en el ritmo de crecimiento, una desaceleración tal vez más importante en algunas economías y, de hecho, caídas en el margen, como en Japón. Añade que las economías emergentes registran un comportamiento similar, pero con un acento menor, destacando una cierta reversión en el margen en el caso de Brasil y también en China, que tras exhibir crecimientos mucho más elevados y sostenidos, registró una caída meses atrás, luego se recuperó y hoy se mantiene elevado, pero sin aumentos marginales.

En cuanto al empleo, indica que las cifras son más bien negativas, en el sentido que son inferiores a lo anticipado, particularmente en Estados Unidos y Canadá, y que si bien Brasil todavía no cuenta con el último registro, viene mostrando una tendencia similar. Agrega que las tasas de desempleo siguen bastante estables, sin mostrar reversiones a los niveles observados antes de la crisis.

Respecto de la confianza empresarial, hace notar que ha tendido a exhibir mayor heterogeneidad respecto de lo que fue el período de recuperación tras la crisis del año 2008. Así, por ejemplo, menciona que las economías emergentes muestran niveles de confianza empresarial tal vez algo más elevados y tendiendo a moderarse, como en el caso de la República Checa. Manifiesta que la confianza del consumidor también registra cierta heterogeneidad, con alguna estabilización en algunas economías y algunas caídas en otras, como es el caso particular de Estados Unidos.

El señor Sergio Lehmann prosigue, mencionando que el mercado laboral en Estados Unidos ha continuado mostrando signos de fragilidad. Indica que, respecto de la Reunión pasada, los últimos datos dan cuenta justamente de un crecimiento bastante más moderado en la creación de empleo privado y una caída en lo que se refiere al empleo total, como consecuencia de las contrataciones por el censo. Comenta que a ello se suma el hecho que las solicitudes iniciales de subsidio de desempleo siguen mostrando niveles muy por sobre el promedio del período 1990 – 2010, y agrega que,



BANCO CENTRAL DE CHILE

precisamente esta mañana, fue dado a conocer un dato, que es más bien negativo y que corrobora que tal situación no muestra reversión.

El señor Lehmann hace presente también que los indicadores de morosidad crediticia y del mercado inmobiliario de Estados Unidos siguen siendo débiles. Al respecto, detalla que la morosidad total muestra un aumento en el margen, una caída marginal en el mercado *subprime* y, por ende, incrementos en el mercado *prime*. Destaca que la ejecución de hipotecas también anota un alza y las ventas de viviendas, una caída, producto, en parte, del término del subsidio en abril último, que ha estado afectando dicho mercado desde entonces y lo mantendría débil durante los próximos meses. Acota que el tiempo de venta de viviendas ha tendido a crecer, como resultado de esta caída en las ventas.

En relación con el mercado de viviendas a nivel global, el señor Lehmann señala que los precios nominales de las viviendas dan cuenta de comportamientos dispares entre las distintas economías. Informa que en Estados Unidos, estos se muestran estables, mientras que el índice *S&P Case – Shiller 10* exhibe un ligero aumento. Indica, asimismo, que el precio de las propiedades comerciales, que fue motivo de preocupación algunos meses atrás, también registra cierta estabilidad y un aumento marginal, pero hace la salvedad que su nivel actual es muy inferior al *peak* alcanzado en los años 2007 y 2008. En el caso de otras economías, señala que se observa cierta heterogeneidad, destacando un aumento importante en Australia, caídas en Islandia y España, y cierta estabilidad en el resto de las economías reportadas.

El Consejero señor Sebastián Claro hace mención a una discusión que se sostuvo tiempo atrás sobre una serie bastante más larga del precio de las viviendas, que daba cuenta de cuál era eventualmente el tamaño de la burbuja o el alza de los precios inmobiliarios. Plantea que el hecho de no contar en estos momentos con la historia de los mismos, no permite tener una idea precisa acerca de la estabilidad actual de esos precios, en particular si ella es más o menos coherente con lo que sus fundamentales sugerirían y, por lo tanto, si hoy están o no estancados en un nivel razonable. En su opinión, resulta importante saber la respuesta, porque, al final, de la discusión de cuán sobreendeudados están los consumidores norteamericanos y de cuáles son las perspectivas futuras se puede determinar si justificaban el alza y posterior caída de los precios. Reitera, asimismo, que tampoco queda claro si los precios se están estabilizando en un nivel que es coherente con los fundamentos o si todavía queda un espacio sin explicar.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann responde que, en términos generales, la serie más larga probablemente indicaría que los precios de las viviendas se están estabilizando en un nivel más alto que los observados en los años 70 y 80, mientras que si se mide el nivel de precios sobre ingreso, la diferencia no resulta ser muy significativa. En otras palabras, manifiesta que, en términos de fundamentales, se atrevería a decir que se llegó más bien a un nivel de estabilidad, pero que, en términos de nivel absoluto, quedaron posicionados en un nivel bastante más alto que el observado antes del *boom*.

El Presidente señor José De Gregorio calcula que, de acuerdo con el gráfico expuesto, los precios de las viviendas han caído entre 30 y 40%. El Consejero señor Rodrigo Vergara indica que esas cifras corresponderían a la caída registrada en Estados Unidos en términos reales, mientras que el compuesto sería alrededor de 50% más alto que a mediados de los años noventa.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Sergio Lehmann señala que si se considera el ingreso como una medida para poder expresar el nivel de equilibrio que define la capacidad de pago de las familias, no habría una desaceleración muy importante.

El Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes comenta que el problema radica en que las familias que compraron casas cuando los precios estaban muy altos, se endeudaron a ese precio y hoy están con el *equity* muy negativo y, por lo tanto, entregando llaves. En su opinión, la interrogante es qué ha ocurrido con esas familias y si las perspectivas, como mencionaba el Consejero señor Claro, indican que el precio se va a estancar o si acaso no va a repuntar de manera significativa.

En ese mismo sentido, el Consejero señor Enrique Marshall hace presente que hay estadísticas, cuya fuente no recuerda exactamente, respecto del porcentaje de hogares que todavía tienen un *equity* negativo, que oscila entre 20 y 50%, lo que resulta ser, a su juicio, bastante alarmante.

El Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación, informando que en este escenario de actividad más débil o de preocupación respecto de la misma, las tasas de interés han tendido a caer de manera importante. Precisa que, en Estados Unidos, la tasa a 10 años registra una caída de 30 puntos base, aproximadamente, y en Europa una caída algo más moderada, de 20 puntos base.

En línea con lo anterior, hace notar que las expectativas de movimientos de política monetaria recogen un aplazamiento de los ajustes. Manifiesta que este es marginal en América Latina, Asia y Oceanía, mientras que en Europa es algo más significativo, lo mismo que en el Reino Unido y Estados Unidos.

El señor Sergio Lehmann destaca que detrás de este aplazamiento se observan signos de inflación algo más débiles, que se repiten en la mayoría de las regiones, y donde sobresale particularmente la caída en el IPC total de Estados Unidos. Agrega que la inflación *core* también exhibe una desaceleración, donde nuevamente destaca lo que acontece en Estados Unidos.

En materia de proyecciones de inflación, el señor Lehmann señala que, respecto del mes anterior, se visualizan menores presiones tanto para este como para el próximo año, especialmente en el caso de Estados Unidos, también en el Reino Unido, donde ha respondido más bien a temas tributarios e, incluso, en aquellas regiones que habían mostrado cierta tendencia a subir, como era el caso de Asia. Hace presente que en las economías latinoamericanas, el movimiento también es predominantemente a la baja.

El señor Sergio Lehmann destaca que, en este contexto, las percepciones de riesgo tendieron a caer después de darse a conocer los resultados de las pruebas de tensión de los bancos europeos. Al respecto, hace especial mención al hecho que, tradicionalmente, la volatilidad en las economías emergentes superaba sistemáticamente al VIX, pero que ello no solo no ha ocurrido desde hace mucho tiempo, sino que es más marcado hoy en día. Asimismo, hace notar que, en Estados Unidos, la volatilidad registra un aumento en el margen, producto fundamentalmente de las preocupaciones respecto de la actividad, que llevaron a un ambiente de mayor incertidumbre y, en algún grado, también de *fly-to-quality*.

El señor Lehmann comenta, además, que los *spreads* tendieron a caer luego de conocerse los resultados positivos de las pruebas de tensión antedichas, pero que en el margen también muestran algún aumento, como consecuencia de las noticias sobre la actividad que generaron cierta preocupación. Agrega que los *spreads* sobre



BANCO CENTRAL DE CHILE

bonos alemanes exhiben un comportamiento parecido, lo mismo que los CDS del sector bancario.

En cuanto a los premios de liquidez, indica que si bien tendieron a disminuir en el caso de Estados Unidos, todavía no recuperan los niveles alcanzados antes de la crisis, como tampoco los registrados antes de que comenzaran a conocerse los problemas asociados a los países de la periferia europea. Añade que en el caso de Europa, el movimiento es bastante más volátil y con una cierta tendencia al alza, dando cuenta que los problemas de liquidez todavía están presentes, en general.

El señor Sergio Lehmann, refiriéndose luego a las paridades cambiarias, destaca que el dólar se depreció en términos multilaterales antes de que se conociera el pronunciamiento de la FED respecto a actividad y comercio exterior, y especialmente frente a las monedas europeas, pero que, posteriormente, luego de este pronunciamiento de la FED, tendió a apreciarse, más bien como reflejo de una preocupación de los mercados que por un *fly-to-quality*.

El Consejero señor Rodrigo Vergara señala que, en su opinión, la minuta de la FED explica ese movimiento de manera significativa, lo cual es compartido por el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón.

El señor Lehmann continúa, mencionando que los premios por riesgo en las economías emergentes registraron una caída y una suerte de reversión marginal, producto, nuevamente, de las preocupaciones por la actividad.

En materia de mercados bursátiles, informa que las bolsas de economías emergentes exhibieron movimientos al alza durante el último mes, con algunas reversiones en el margen, y alzas algo menores en los mercados bursátiles de economías desarrolladas.

Con respecto a los precios de *commodities*, el señor Sergio Lehmann destaca el aumento significativo que registraron los granos durante el último mes, que alcanzó a 14%, y, en especial, el trigo, cuya alza fue de 18%. Añade que, en términos agregados, el indicador de metales subió 10%, lo mismo que el cobre, mientras que el indicador de energía experimentó un alza bastante más moderada, de solo 3%, como resultado de un alza de solo 4% del petróleo y también de la gasolina, que no registró variación.

Desde una perspectiva más amplia, que considera la evolución del índice agregado de *commodities* a partir de enero del año 2008, hace notar que si bien se observan aumentos de precios, están bastante alejados de los máximos alcanzados a mediados del 2008, con la excepción del oro que, en este contexto, resulta ser una suerte de refugio de valor. Indica que el precio del combustible exhibe un aumento más moderado, mientras que el indicador de granos y cereales muestra un aumento muy importante a partir del último IPoM, fundamentalmente por el alza en el precio del trigo, que desde entonces acumula un aumento aproximado de 50%.

A raíz de la significativa alza del precio del trigo, el señor Sergio Lehmann se refiere, en esta oportunidad, a ese mercado. En primer término, destaca que la participación de Rusia en las exportaciones totales alcanza a algo más del 10%, porcentaje que considera el recorte de producción en esta temporada, como consecuencia de la sequía que afecta a ese país. Agrega que la relación *stock* sobre consumo registra una caída, lo cual explicaría parte del aumento en el precio del trigo, pero, en términos históricos, indica que si se compara esta relación con los *peaks* que se alcanzaron a mediados del año 2008, y producto fundamentalmente de lo que fue la cosecha 2007 – 2008, la situación de mercado actual resulta ser bastante más holgada



BANCO CENTRAL DE CHILE

que lo que fue la de ese período, que estuvo impactada, además, por una sequía que afectó a Australia, economía que tiene una participación muy importante en las exportaciones mundiales de este grano.

En cuanto al índice agregado de granos y cereales, el señor Lehmann hace presente que, en el margen, hubo una caída, lo que significa que hubo una reacción importante en el aumento del precio del trigo, producto de la información sobre las restricciones a las exportaciones que anunció Rusia, pero, luego, el precio tendió a caer y revirtió el efecto en el precio del trigo cuando se anunciaron las restricciones al comercio por parte de Rusia. De todas maneras, manifiesta que hay un elemento de carácter algo más permanente, asociado justamente a una caída en la producción mundial de trigo.

El Presidente señor José de Gregorio agradece al señor Sergio Lehmann y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta tener dos de comentarios. Indica que el primero se refiere puntualmente a la banca europea. Al respecto, señala que después de haberse conocido los resultados de los *stress tests*, se habría producido cierta tranquilidad, por lo que los precios de las acciones subieron y los CDS de los bancos europeos bajaron. A pesar de ello, le extraña que los CDS de los bonos soberanos de muchos países europeos se hayan mantenido muy altos y que no hayan registrado una corrección, indicando que su lectura del mercado sobre la utilización de estos bonos es que los paquetes de ajuste fiscal no son suficientes o son muy difíciles de implementar. Agrega que, finalmente, el riesgo de un *default* aparece significativo, pero que los *stress tests*, que no lo habrían evidenciado o no le habrían atribuido la misma probabilidad de ocurrencia que algunos analistas sugieren, han permitido que el acceso de financiamiento de los bancos mejore sustancialmente. En su opinión, existe un tema pendiente y desconoce cuál es su evolución.

En segundo lugar, el señor Claro hace presente que desde hace un par de semanas se viene advirtiendo que muchos bancos centrales de países en desarrollo, como Brasil, México y también Australia, plantean una visión de menores perspectivas de inflación en adelante. A su juicio, habría dos posibles interpretaciones que, quizás, tienen implicancias bien distintas. La primera, que ello respondería a perspectivas de una desaceleración importante de las economías y menores presiones inflacionarias. La segunda, que a la menor inflación internacional se ha sumado una apreciación significativa del tipo de cambio, que es lo que estaría dominando, y que obedecería a fuertes entradas de capital. Estima que es relevante poder distinguir esas dos posibilidades, porque Chile podría estar eventualmente en una situación similar, de tener apreciaciones cambiarias que mantengan la inflación baja, pero que no necesariamente se traducen en una desaceleración de la actividad. Manifiesta no tener claro qué es lo que está detrás de ello, advirtiendo que no solo está ocurriendo en uno o dos países, sino que es algo relativamente generalizado en ciertos países en desarrollo que tienen, de cierta manera, esa misma tensión.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que también le llama la atención esta visión de que las perspectivas inflacionarias en las economías emergentes están disminuyendo, y que sí le queda claro lo que está ocurriendo en las economías desarrolladas, donde es evidente que hay desaceleración, que las perspectivas no son promisorias y que, por tanto, no se advierten razones para que haya inflación. Menciona que en las economías emergentes, en cambio, ha habido una reacción de política monetaria que tiende a normalizarse, porque se advierten reducciones de holgura, se observa actividad. Agrega que es entendible que la política monetaria esté reaccionando a lo que está aconteciendo en el mundo desarrollado, es decir, que se estén ajustando, que haya apreciaciones cambiarias más o menos significativas. Señala que si bien ello pueda ser solo parte del discurso, desconoce cuáles son los fundamentos reales que lo



explican, porque si eso se traduce a nuestra realidad, aquí se observa actividad y no se podría decir que la inflación se modera en los próximos meses, sino que todo lo contrario. En razón de lo expuesto, declara desconocer cómo se entiende esa evolución cíclica de las economías emergentes.

El Presidente señor José De Gregorio sostiene que la pregunta central sobre lo que acontece actualmente es qué constituye novedad y qué responde a lo esperado. A modo de ejemplo, precisa que se sabía que el crecimiento de la economía mundial va a ser lento por *deleveraging*, como también que en Estados Unidos viene ahora un periodo de desaceleración, ya que ello era parte del escenario central, de manera que se está llegando a una fase que era bastante esperable y que normalmente trae algo de tensiones financieras, especialmente en una economía en la que los precios de los activos se están recuperando. En consecuencia, plantea que la pregunta importante es si acaso hay realmente un cambio en el escenario internacional y si se está dando efectivamente una situación de significativas menores perspectivas mundiales, en particular por lo que acontece en Estados Unidos, en alguna medida en China o porque están apareciendo elementos que hacen prever que la economía va a ir más lento.

Agrega que la decisión de la FED no constituye una novedad, porque era sabido que iba a mantener la tasa larga. A su juicio, cuando se analiza la lógica de los banqueros centrales, se puede pensar que podrían haber tenido en su escenario la decisión de ir renovando en la medida que iba disminuyendo el balance y en caso que se requiriera dar más estímulo, pero en el momento preciso.

En su opinión, si se revisa la reacción de los mercados financieros, da la impresión de que hay algo de nuevo, en particular cuando se observan las tasas *forward*. Asimismo, manifiesta que el tema central es cuán mala es una noticia y en qué medida altera el escenario central.

Indica que lo anterior se une a lo comentado precedentemente, en cuanto a que pareciera que hay menores perspectivas de inflación en el mundo. A título de paréntesis, menciona que ello se parece a lo que declaró un banquero central, en cuanto a que no va a haber inflación, pero que hay que normalizar. En esa dimensión, es de opinión que debe precisarse lo que está ocurriendo con las expectativas inflacionarias del mercado respecto de las mediciones del Banco sobre las tendencias que hay, advirtiendo que no se puede descansar en las señales de que hoy no se está registrando mucha inflación.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón estima que las noticias de la FED son dos. En cuanto a la primera, señala que la medida fue sorpresiva, porque aun cuando tres o cuatro días antes había rumores al respecto, la decisión de reinvertir en bonos del Tesoro se materializó de manera rápida. Indica que la segunda noticia fue que una autoridad de la FED, al parecer el Presidente de la FED de *Cleveland*, declaró que están preparados para adoptar otras medidas si es necesario, lo que también fue sorpresivo. En consecuencia, es de opinión que el mercado tiene hoy día una legítima expectativa, sea por información o sea por modelación, de que la FED podría tener un escenario que anticipe, en el fondo, una desaceleración más profunda. De hecho, informa que las tasas largas cayeron significativamente. A su juicio, esa es la noticia más importante.

El Consejero señor Rodrigo Vergara indica que además de la noticia misma de la medida, estima que el lenguaje del comunicado fue muy negativo, incluso más negativo de lo que esperaba.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que esto se podrá discutir el día lunes 16 próximo, oportunidad en que se deberá definir el escenario

MW



internacional entre dos opciones, la primera de las cuales es la de acotarse con *Consensus Forecasts*, que se ha corregido algo a la baja, y la otra es tener un escenario que sea nuevamente peor que el de esa firma.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán indica que, a su juicio, el dilema es si el escenario internacional se va a seguir pareciendo, en términos generales, al escenario de riesgo a la baja que se tenía o si acaso va a ser distinto. Agrega que, quizás, lo que está ocurriendo es que ya se está dando ese escenario de riesgo.

Continuando con la sesión, el señor Presidente señala que corresponde revisar el escenario interno, razón por la cual concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto para que dé comienzo a su presentación.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto comienza su presentación, destacando que el Imacec de junio fue de 6,8% en doce meses y que volvió a sorprender al alza. Señala que, en esta oportunidad, la sorpresa provino del sector de recursos naturales, a diferencia de meses anteriores en que estas se concentraron en los sectores de industria y comercio.

En el caso del sector industria, informa que aquellas ramas que resultaron más afectadas por el terremoto, que venían registrando un ritmo de normalización bastante acelerado, no experimentaron nuevos movimientos al alza. Agrega que la industria de harina de pescado anotó una caída muy fuerte en su producción, la que no estaría asociada al terremoto, sino que más bien a la captura de peces, que ha sido bastante baja en términos históricos.

El señor Soto hace notar que se observa una tendencia secular en los sectores ligados a oferta, entre ellos precisamente el referido a la harina de pescado, que exhiben una tendencia a la baja en sus niveles de producción. Por lo tanto, más allá de factores estacionales que podrían haber estado afectando la captura de peces, estima que podría haber algo más tendencial en este caso, que se deberá seguir monitoreando.

De todas maneras, destaca un cierto debilitamiento en las exportaciones industriales, tanto nominales como reales, en parte explicado por la menor producción de harina de pescado.

El señor Claudio Soto menciona, a continuación, que los antecedentes disponibles dan cuenta de una recuperación de los inventarios, como resultado de una recuperación en la producción, pero también como consecuencia de las ventas industriales, que no han cobrado un dinamismo muy elevado. Al respecto, especifica que el mercado interno de artículos industriales sí exhibe un dinamismo importante, por lo que la caída de las ventas en doce meses estaría más bien asociada a las que tienen por destino el sector externo. De esta forma, la debilidad de las exportaciones se estaría reflejando en ventas industriales más bajas y eso, a su vez, estaría explicando la acumulación de inventarios.

A propósito de inventarios, el señor Soto hace presente que se efectuó una estimación de su *stock*, que considera una pérdida de inventarios producto del terremoto. Explica que si se considera esa pérdida y se compara el nivel resultante con el promedio histórico, que equivale al 24,1% del PIB, se observa que aún hay espacio para una recuperación de inventarios. En todo caso, aclara que esta estimación se basa en una suerte de regla de tres, a partir de la encuesta del IMCE, que considera una pérdida de *stock* significativa, por lo que si se desestimara dicha merma, el nivel de *stock* sería bastante más cercano al promedio histórico.



El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que hay que considerar que las elevadas tasas de crecimiento anual del Imacec obedecen, en parte, a una baja base de comparación. Aún más, sostiene que si se tuvieran tasas de crecimiento en 24 meses, quedaría en evidencia que el crecimiento sigue siendo reducido. Por esta razón, señala que habría que tener presente que el 2009 fue un año de recesión, por lo que estas cifras tan elevadas de crecimiento no debieran sorprender tanto, ya que forman parte de la recuperación de esa recesión.

Con respecto al sector construcción, el Gerente de Análisis Macroeconómico llama la atención sobre su bajo dinamismo, agregando que la fuerte recuperación esperada luego del terremoto se habría postergado hacia finales de año. Sobre el particular, señala que se dispone de una serie de indicadores que, por un lado, dan cuenta de una importante postergación de proyectos públicos y que, por otra parte, muestran que las ventas de viviendas siguen bastante rezagadas, a pesar de que las bajas tasas de los créditos hipotecarios que se están ofreciendo hoy en día. Añade que otros indicadores sectoriales que se utilizan para hacer el seguimiento al sector, también exhiben caídas o no dan cuenta de una recuperación clara en adelante.

El Presidente señor José De Gregorio, a raíz de que el dinamismo que se esperaba para el sector construcción como consecuencia de las obras de reconstrucción no se ha materializado, consulta hasta qué punto ello puede estar relacionado con un rezago en los esfuerzos de reconstrucción.

El señor Claudio Soto señala que hay dos puntos que mencionar al respecto. En primer término, comenta que la Gerencia a su cargo se encuentra elaborando una pequeña nota sobre la correlación entre los créditos hipotecarios y las ventas de viviendas que, al parecer, estaría indicando que, efectivamente, hay un rezago y que, en consecuencia, se podría esperar un repunte en las ventas de viviendas por el aumento que exhiben los créditos. Respecto de los planes de inversión pública, en tanto, comenta que la minuta que evacuó el Ministerio de Hacienda alrededor de un mes atrás, entrega antecedentes sobre el gasto total del año y los datos de ejecución efectiva, por lo que debería haber un fuerte repunte en los proyectos de inversión, si es que se cumple lo que Hacienda anticipó en ese documento.

En relación con el sector comercio, el señor Soto sostiene que los datos tienden a validar la hipótesis de un cierto efecto de abultamiento en el gasto. De hecho, indica que el último dato muestra una variación mes a mes negativa, luego del crecimiento explosivo que experimentó en los últimos meses.

El señor Claudio Soto prosigue, destacando que las expectativas de los sectores empresariales se mantienen en terreno optimista y que se advierte una cierta recuperación en las expectativas del sector construcción desde un terreno pesimista. No obstante, hace notar, en forma especial, que la percepción de demanda de los sectores industriales, que tuvo un repunte después del terremoto, no solo ha venido cayendo, sino que se encuentra levemente en terreno negativo.

Informa que el consumo, en cambio, se muestra muy vigoroso al cierre del segundo trimestre, lo mismo que la inversión. Respecto de esta última, menciona que si bien tuvo un efecto de abultamiento, porque se adelantaron muchas importaciones de maquinaria y equipos, y hoy alcanza niveles algo menores que un par de meses atrás, sigue en niveles muy elevados y se espera que continúe en los meses venideros.

En materia de proyecciones, el señor Claudio Soto hace presente que con los antecedentes del Imacec de junio, la proyección de crecimiento se corrigió al alza, desde un 4,4%, que era el punto central del último IPoM, a 5%. Agrega que antecedentes preliminares del cierre de Cuentas Nacionales del primer semestre, indican que la



BANCO CENTRAL DE CHILE

variación de 1% del PIB del primer trimestre va a ser más cercana a 1,5% y que el 6,2% del segundo trimestre va a ser más cercano a 6,5%. Hace la salvedad de que esos antecedentes todavía no están incorporados en la actual proyección, porque aún no se tiene el cierre de Cuentas, pero que si se consideraran, el crecimiento de este año sería de 5,1 ó 5,2%.

A continuación, y respondiendo a una consulta del Consejero señor Rodrigo Vergara, el señor Claudio Soto indica que el crecimiento del sector construcción fue de 0,8% en el primer trimestre. Aclara que este sería corregido algo a la baja, lo mismo que el dato correspondiente al segundo trimestre. Agrega que el escenario contempla que este sector se acelera hacia el término del año, estimándose que la cifra del cuarto trimestre llegaría a 9,2%, en parte por el sector público, y en parte por los antecedentes de las tasas hipotecarias, que muestran que debería observarse una expansión en el ritmo de ventas de viviendas y en el sector construcción.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta cuánto se logra recoger en el sector construcción lo que es reparación de viviendas, que ha sido muy intensiva luego del terremoto de febrero último, así como la escasez de mano de obra especializada en materia de construcción. El señor Presidente pregunta dónde se registran los albañiles, si acaso en el sector servicios.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña responde que no se dispone de datos directos de reparaciones, pero sí de estimaciones muy generales, muy gruesas, de gastos promedio por vivienda, del número de viviendas destruidas o dañadas e, incluso, de aquellas que requieren reparaciones menores. En cuanto a la tarea de reconstrucción, hace presente que es muy difícil hacer una estimación y que se evita hacer una subestimación al respecto. Sobre esto último, aclara que se estaría subestimando la cifra si se utilizara la tasa histórica de reparaciones, que se obtiene a partir de las cuentas anuales, y que en el caso particular del segundo trimestre se hizo una imputación especial en materia de reparaciones, sobre la base de lo ocurrido en el primero. Finalmente, menciona que hay información más dura de demoliciones, cuya fuente es el Servicio de Impuestos Internos, a partir de la cual también se efectúa una estimación gruesa.

En cuanto al registro de los albañiles, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto informa que se incluyen en el sector construcción, en tanto que el señor Vicuña complementa, especificando que se incorporan como relaciones menores en dicho sector.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, destacando el fuerte dinamismo que registra la demanda, por la recuperación del consumo y de la inversión. No obstante, hace notar que las exportaciones se muestran bastante débiles y que no se visualizan perspectivas de una recuperación fuerte en los próximos meses. Indica que ello responde, en parte, a que varios sectores exportadores fueron afectados por el terremoto y también al bajo dinamismo que se observa en minería.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta por las razones detrás de la variación negativa de las exportaciones proyectada para el cuarto trimestre de este año. El señor Soto indica que obedece a un efecto base, por cuanto, la minería registró un repunte muy transitorio el año pasado, que se revirtió en el primer trimestre de este año. En todo caso, comenta que esa tasa de crecimiento va a ser algo más positiva con el cierre de Cuentas Nacionales.

El Consejero señor Enrique Marshall, a propósito del accidente en la Mina San José, consulta por la participación de la pequeña y la mediana minería. El señor Soto

ML



BANCO CENTRAL DE CHILE

responde que accidentes de maquinaria de grandes minas, como Chuquicamata, han tenido leves incidencias en el PIB, por lo que el actual episodio no lo afecta de manera alguna.

El señor Claudio Soto continúa, señalando que se mantiene el perfil de recuperación sectorial previsto en la Reunión anterior, aclarando que este incluye la proyección. Asimismo, detalla que el fuerte crecimiento que se está observando en el PIB se desaceleraría hacia el término del año; que la industria exhibe una recuperación de sus niveles, pero también una cierta desaceleración en adelante, a medida que empieza a acumular inventarios y la fuerza de la acumulación de inventarios deja de tener impacto; que el sector comercio muestra una cierta desaceleración hacia el tercer trimestre, pero retomaría mayor dinamismo más adelante; que una parte de servicios ha estado más dinámica, esperándose un nivel algo más alto todavía hacia la segunda parte del año; y que los cambios más relevantes en la proyección se observan en el sector construcción, donde las perspectivas indicaban que registraría un mayor dinamismo hacia el tercer trimestre, el cual no se ha materializado, esperándose que se haya postergado para el término del presente año.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta por la participación de vivienda en el sector construcción. Sobre el particular, manifiesta entender que parte de su menor dinamismo obedecería a un nivel de *stock* todavía muy alto, que si bien habría bajado de 60.000 casas a 40.000 en la actualidad, debiera haber sido de 20.000, de acuerdo con lo esperado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico responde que el *stock* de viviendas cayó, ya que las ventas se recuperaron después de la crisis, y que, como resultado de ello, disminuyeron los meses para botar vivienda desde el *peak* de 30 meses, aproximadamente, a algo menos de 20 meses.

El Consejero señor Sebastián Claro agrega que el número de equilibrio sería más cercano a 10.000 que a 20.000, por lo que 20 meses resulta ser todavía un período muy alto para agotar *stock*, restando, en consecuencia, un espacio significativo por el lado de vivienda, que sugiere que la recuperación de ese segmento de la construcción podría ser más lento que un rebote inminente.

El señor Soto añade que el *stock* de viviendas aumentó significativamente luego del terremoto, que llevó a que el número de meses para agotar *stock*, que ya se encontraba en niveles superiores a los históricos, aumentara aún más.

En cuanto a los créditos hipotecarios, en tanto, el señor Soto informa que han estado creciendo de manera más o menos saludable desde comienzos de año y que, a pesar de ello, se ha registrado una caída en las ventas. Al respecto, menciona que se pensó, en algún momento, que ello podría responder a un efecto de recomposición, esto es, que se han otorgado más créditos para comprar casas de mayor valor, pero que ha caído el número de este tipo de ventas; sin embargo, informa que el valor de las ventas también ha disminuido, por lo que no es un problema de recomposición.

Añade que otra hipótesis plantea que los créditos se estarían orientando a la compra de viviendas usadas, que no están capturadas en las estadísticas, o que puedan estar confundiendo parte de los créditos hipotecarios con préstamos para reparaciones.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace presente que, en algún momento, se supuso que, producto del terremoto, iba a haber un *boom* de la



BANCO CENTRAL DE CHILE

construcción, lo que no ha acontecido. Al respecto, consulta qué ocurrió después del terremoto del año 1985.

El señor Claudio Soto responde que en el año 1985 no se observa un efecto en la actividad como consecuencia del terremoto, más que nada por un problema con las estadísticas.

El señor Soto retoma su presentación, informando que la velocidad del PIB total se atenuaría hacia fines de año, pero que el PIB resto seguiría con un alto dinamismo.

Al respecto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán precisa que para efectos de los modelos, es el PIB resto el que interesa. Dado eso, señala que la pregunta que surge es si el escenario de mayor crecimiento respecto del contemplado en el IPoM se está dando o no, lo cual debería evaluarse respecto del PIB resto. En su opinión, este estaría creciendo de manera significativa y que quizás habría que cambiarse de escenario respecto del que se tenía en el último IPoM.

El señor Claudio Soto indica que ese mayor crecimiento del PIB resto sería del orden de medio punto.

En opinión del Gerente de División Estudios señor Pablo García, para ese escenario de riesgo, más que la cifra en sí, es importante evaluar el perfil que está teniendo el dinamismo de la demanda, y si es que el abultamiento observado en el segundo trimestre fue transitorio o correspondió a una aceleración que iba a continuar en el tercer trimestre y el cuarto. Indica que los datos dan cuenta que ese abultamiento efectivamente se observó, ya que se tuvo un *peak* de demanda interna, de consumo, de acumulación de inventarios, de venta de durables, de venta de viviendas, que después ha venido cayendo de manera notable, por lo que, en consecuencia, esto no ha continuado acelerándose desde el punto de vista de la difusión coyuntural que se está observando.

El señor Claudio Soto prosigue, refiriéndose al mercado laboral. Señala, en primer término, que la tasa de desempleo ha venido cayendo de manera sistemática desde mediados del año pasado que, más allá del efecto que pudiera estar reflejando el cambio en la encuesta del INE, se confirma con los datos de la Universidad de Chile. En segundo lugar, indica que el empleo en los sectores afectados por el terremoto, que hasta el mes anterior exhibía tasas de crecimiento negativo, registra ahora un aumento, lo mismo que la fuerza de trabajo, lo que da cuenta que, efectivamente, hay más dinamismo en esos sectores. En tercer lugar, informa que el indicador de puestos de trabajo, un nuevo indicador del INE, basado en una encuesta a las empresas, no a las personas, también muestra variaciones anuales crecientes y más bien elevadas en el empleo, no así la variación mes a mes.

A propósito de esta nueva encuesta, el señor Claudio Soto aclara que la comparación interanual antedicha se efectuó con respecto a la nueva encuesta, por lo que el empleo efectivamente está aumentando respecto del año 2009 y la tasa de desocupación está cayendo.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda comenta que cuando se analizan las dos series, la "ENE" y la "NENE" del 2009, que pueden seguirse a partir de marzo del año pasado, se observa que ambas tienen un comportamiento parecido entre marzo y octubre, pero en octubre, una de ellas registra un salto con respecto a la otra, produciéndose una diferencia de 250.000 empleos.

El señor Claudio Soto explica que esa diferencia responde a que, metodológicamente, uno de los cambios más importantes correspondió a la manera como



BANCO CENTRAL DE CHILE

se clasifica a una persona como ocupada, ya que antes tenía que estar buscando trabajo activamente, por un período más o menos prolongado, para ser clasificada como tal, mientras que ahora solo basta que declare cierta disposición a buscar empleo o que declare que trabaja un poco en la casa para que sea considerada dentro de la fuerza de trabajo.

El señor Rodrigo Cerda consulta las razones por las que ambas series tienen un comportamiento similar durante los primeros meses.

El señor Soto responde que una alternativa sería que, dado que el empleo por cuenta propia ha crecido con fuerza, podría ser el caso que mucha gente se haya informalizado como consecuencia de la crisis, lo que se vería reflejado en la nueva encuesta y no en la antigua. El señor Pablo García agrega que otra alternativa es que el comportamiento estacional de la gente que, en una encuesta *versus* la otra, fue encasillada como ocupada podría ser muy fuerte, en especial, porque esta diferencia se produce justamente cuando se acaba el invierno, pero es menos significativa en períodos donde hay estacionalidad.

El Presidente señor José De Gregorio señala haber tenido la noción de que la fuerza de trabajo había aumentado entre 100.000 y 150.000 mil personas, a lo cual el señor García responde que no solo ha aumentado la fuerza de trabajo, porque hay gente que en la antigua encuesta se declaraba inactiva o buscando trabajo, sino que, al mismo tiempo, ha aumentado el empleo. En consecuencia, indica que en el neto, la forma de hacer las preguntas en el nuevo cuestionario llevó a que aumentara la tasa de desempleo, porque el margen en que aumentó la actividad es mayor que el margen en que aumentó el empleo.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que hay dos temas. Señala que el primero se refiere a la comparación que se está realizando respecto del año pasado, cuando se estaba ante una recesión. Indica que el segundo dice relación con la nueva definición de lo que es un empleo. A título de ejemplo, menciona que una persona que el año pasado no encontraba empleo y que ahora consigue una hora a la semana, se considera empleado. Para resumir, manifiesta que la nueva encuesta puede dar mediciones más procíclicas del empleo y también de mayor empleo, que la antigua encuesta no habría reflejado.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña explica que ese tipo de cosas se pueden limpiar, porque existe información de ocupación por número de horas. El señor Claudio Soto, en tanto, agrega que los antecedentes de la Universidad de Chile, cuya metodología no ha cambiado y, por tanto, permite comparar las cifras en términos históricos, dan cuenta de que la tasa de desempleo se ubica algo por debajo de 9%, es decir, bajo el promedio histórico de esa encuesta que, en general, ha arrojado tasas de desempleo mucho más altas que las del INE.

El señor Claudio Soto alude a un antecedente adicional, que dice relación con el efecto que podría estar teniendo la política fiscal en la dinámica del mercado laboral. Al respecto, informa que la Dipres publicó una serie de estadísticas sobre el número de empleos que se está generando, ya sea directamente en el sector público o indirectamente, y, en particular, los empleos que se estarían generando a partir de programas de inversión pública. De acuerdo con ello, precisa que el empleo con apoyo fiscal pasó de 1,5 a 5,5% del empleo total.

El señor Soto comenta también que se llevó a cabo un par de ejercicios, que consideran lo que hubiese pasado con la tasa de desempleo si no hubiesen existido estos programas o esta generación de empleo. Señala que, en el caso extremo, se podría haber pensado que la tasa de desempleo no habría caído.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Rodrigo Cerda hace presente que, al parecer, estos datos no consideran un cambio metodológico que introdujo la Dipres. Explica que la Dipres publicó el dato y, al día siguiente, el diario La Tercera informó que se estaban creando más de 100.000 empleos en un año. Agrega que lo publicado por la Dipres corresponde a *stock*, y que la diferencia con ese *stock* es mayor que 100.000 empleos, lo cual fue corregido al día siguiente, advirtiéndose claramente que estos comenzaban a caer.

En materia de salarios, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que, en términos nominales, esa tasa de variación anual ha seguido aumentando, en tanto que los salarios reales, que no habían registrado mayores movimientos, presentan un cierto aumento últimamente.

En relación con la inflación, señala que el IPC de julio fue de 0,6%, fuertemente influenciado por el alza transitoria del impuesto de timbres y estampillas y por las alzas del Transantiago. Menciona que, en esta ocasión, las sorpresas que hubo en la proyección se concentraron en componentes del IPCX1, como, por ejemplo, en las tarifas de los buses interurbanos, cuya alza fue inferior a la esperada, y que no se produjo el alza de precios de los cigarrillos que se había venido anticipando desde que se anunció el alza en el impuesto. Agrega que estas dos sorpresas se compensaron con un leve aumento en las tarifas.

Asimismo, destaca que no hubo sorpresa en la inflación de frutas y verduras, que había sido materia de preocupación durante el mes pasado, por cuanto el aumento de precios no fue superior al anticipado por efectos estacionales.

El señor Claudio Soto indica que la proyección actual considera, como elementos centrales, un tipo de cambio más apreciado y la mantención de las alzas en las tarifas de Transantiago.

Respecto de estas últimas, y a propósito de la suspensión de una de las alzas, anunciada a primera hora de la mañana, comenta que el escenario considera que la incidencia de las alzas del Transantiago es de 3 décimas en el IPC en el final del horizonte.

Manifiesta que, en la proyección, algunas correcciones importantes para los meses venideros es lo que está aconteciendo con los alimentos no perecibles y la carne. Agrega que más que el seguimiento del precio del trigo y su posible incidencia en el precio del pan, o de los *commodities*, este se ha concentrado en alimentos en general, en las bebidas y la carne, que han llevado a corregir la proyección al alza.

Para agosto, indica que uno de los supuestos importantes era un aumento en el precio del vestuario por un efecto estacional. Aclara que se cuenta con una única observación para hacer ese juicio, que corresponde a lo ocurrido estacionalmente el año pasado, por lo que dicha alza podría no materializarse. Plantea que en caso que esa alza no se diera en agosto, tendría un impacto de 1 a 2 décimas de menor inflación en agosto, aproximadamente. De ser así, comenta que esta se postergaría, dado el patrón estacional en vestuario, lo que no implicaría cambiar la evaluación de la proyección, sino que habría que pensar más bien en el mes en que esta se producirá. Al respecto, precisa que, de acuerdo con los datos históricos, el alza se postergaría a septiembre.

En cuanto al precio de los cigarrillos, hace notar que el alza de 40% que se había anticipado, no se materializó, porque el alza de impuestos se promulgó solo unas semanas atrás y, en consecuencia, aún no se había concretado oficialmente. Añade que a partir de ahora sí se comenzarían a observar alzas, por lo que el supuesto de que estas se registrarán hasta noviembre no ha sido alterado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En relación con la tarifa eléctrica, reconoce que se cometió un error al no anticipar una caída en su precio, como consecuencia de una reliquidación por bajas en el precio del nudo. Detalla que entraron dos cambios de tarifa simultáneamente, mientras que en la Gerencia a su cargo se estimó que ello sería más secuencial. Añade que ahora se dispone de un antecedente adicional, que es un alza algo mayor en el precio del nudo de largo plazo, por lo que el perfil de alzas es más bien parecido al que se tenía anteriormente, pero el nivel de llegada para los precios es algo mayor que el contemplado en la Reunión pasada.

Retomando el tema del Transantiago, señala que la tarifa ha subido alrededor de 30% desde que comenzaron las alzas y que se contempla que el aumento hasta fines del horizonte podría alcanzar a 50% en total. Asimismo, hace presente que el escenario que no considera nuevas alzas de aquí hasta fines del horizonte de corto plazo, esto es, mantener el pasaje en \$500 en vez de subirlo hasta \$600, tiene una implicancia de tres décimas menos en el IPC de enero.

En cuanto a las perspectivas para las frutas y verduras, el señor Claudio Soto indica que se sigue exactamente el mismo escenario contemplado anteriormente, dado que no hay antecedentes para cambiarlo. En todo caso, recuerda que este contempla un alza de precios relativos bastante importante. Asimismo, plantea que es importante considerar que el precio relativo de las frutas y verduras observado durante el año es históricamente elevado y superior al registrado en el año 2007, que si bien no llegó a estar en niveles históricamente altos, fue cuando pasó bruscamente de un nivel muy bajo a uno muy elevado.

Con ello, destaca que la inflación llegaría a la meta este mes, se ubicaría en la parte alta del rango de tolerancia en noviembre, alcanzaría a 4,2% en diciembre y bajaría algo en enero. El Gerente de División Estudios señor Pablo García precisa que esas cifras consideran una tarifa del Transantiago de \$600 y que el precio de los cigarrillos siga aumentando.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que si bien el IPC está subiendo por una serie de alimentos que no es el pan, este ha generado cierta preocupación. Consulta, al respecto, si el ejercicio sobre el costo de energía arroja alguna novedad. El señor Soto responde que, en términos generales, indica que los márgenes del precio del pan todavía son bastante holgados, por lo que hay espacio para que suban los costos sin que, necesariamente, se traduzcan en precio.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, refiriéndose a los mercados financieros. Hace presente que desde la última RPM, las tasas *swap* de 180 y 360 días y la de los BCP-2 han seguido subiendo, no así las tasas de los BCP-5 y BCP-10. De hecho, comenta que la pendiente de la curva de los bonos se ha aplanado bastante desde la última Reunión, lo que no se había observado en los meses previos.

Informa, asimismo, que las tasas de colocación han estado subiendo en varios segmentos, mientras que en un par de segmentos ello no ha sido así, como es el caso de las tasas de consumo a tres años, que se mantienen más bien estables. Agrega que las tasas de los créditos hipotecarios siguen cayendo, tendencia que se aprecia desde mediados del año pasado, aproximadamente.

Respecto del crédito mismo, destaca que los datos mensuales dan cuenta de una recuperación con cierta solidez, y que las variaciones interanuales también comienzan a recuperarse desde niveles inferiores a los promedios registrados antes de la crisis hasta aquellos observados antes de su inicio. Añade que, a partir de los datos diarios de la estimación de la variación mes a mes del crédito, se advierte que los créditos



BANCO CENTRAL DE CHILE

de consumo e hipotecarios están creciendo, mientras que las colocaciones comerciales registran una caída.

El Consejero señor Enrique Marshall recomienda tener información cualitativa de los bancos para oportunidades venideras, que contribuya a tener una percepción más exacta de lo que ocurre con ellos, ya que cuando el crédito se aprecia en 30%, no cabe duda de que está creciendo, pero cuando aumenta solo 2, 3 ó 5%, se desconoce si ello obedece a muchas operaciones nuevas o si son las mismas que se han capitalizado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, señalando que el tipo de cambio se ha estado apreciando con fuerza desde la última RPM, por los aumentos del precio del cobre, por los movimientos del dólar a nivel mundial y por una apreciación genuina del peso, en especial, en los días posteriores a la RPM. Precisa que, desde fines de junio hasta ahora, los movimientos del peso han sido más bien respecto del dólar, no así respecto de otras monedas, dando cuenta de ello el tipo de cambio multilateral, que se ha mantenido estable.

A continuación, el señor Claudio Soto se refiere a un ejercicio que utiliza un modelo para la paridad peso dólar, que trata de descomponer la dinámica de corto plazo de una serie de fundamentales, con diferencial de tasas, con precios de *commodities*, y que no considera los flujos de los NDF ni las posiciones de las AFP. Informa que este arroja que desde junio hasta ahora, gran parte de la apreciación del peso obedecería a la depreciación del dólar, esto es, lo que está ocurriendo específicamente con el *Broad Dollar Index*; que otra parte se explica por los movimientos del cobre; que una tercera, por un ítem otros, que incluye el premio por riesgo relativo de Chile, que es más bajo respecto del resto del mundo; y que otra parte no se explica por los movimientos más recientes.

El señor Soto señala que el modelo que considera la posición NDF explica que casi toda la variación del peso más reciente se debe a cambios en los fundamentales y, además, a la posición de NDF. Al respecto, hace presente que la posición NDF es una variable bastante endógena, que puede estar respondiendo a expectativas de apreciación, por lo que, en su interpretación, estos resultados quizás corresponderían más bien a una *proxy* de expectativas que a un *driver* genuino exógeno de los movimientos del tipo de cambio.

El señor Soto hace presente que el modelo no da cuenta de un desequilibrio evidente en el mercado cambiario. Indica que si considera estos fundamentales, los residuos que arroja son muy pequeños, lo cual habla de que el valor del tipo de cambio no estaría desalineado necesariamente respecto de sus fundamentales en lo más reciente. Añade que el tipo de cambio real se ubica más bien en medio de la banda y que, en términos multilaterales, la apreciación no ha sido tan significativa.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue con su presentación, destacando que la bolsa ha aumentado de manera importante desde la última RPM.

Respecto de los agregados monetarios, señala que se observa una cierta desaceleración en el margen, tanto en el M1 como en los agregados menos líquidos. En cuanto al modelo, indica que predice que el crecimiento real del dinero debería atenuarse de manera abrupta, dado que ya se ven perspectivas de alza de tasas más intensas.

Refiriéndose luego a una consulta del Consejero señor Sebastián Claro sobre los agregados menos líquidos, esto es el M2 y el M3, manifiesta que hasta la RPM pasada se observaban con poco, sino nulo crecimiento, pero que correspondían a datos provisorios, basados en un supuesto respecto de los depósitos en fondos mutuos. Informa que esos datos se revisaron durante la semana en curso y se corrigieron al alza de



BANCO CENTRAL DE CHILE

manera importante, explicando el crecimiento más intenso de los agregados menos líquidos que se observa a comienzos de año respecto de lo que se vio en la RPM anterior.

El Consejero señor Rodrigo Vergara repara en que la corrección del crecimiento en doce meses fue muy significativa, desde 1 a 10, aproximadamente, y consulta si acaso este supuesto se va a hacer todas las veces y siempre seis meses después, a lo cual el señor Vicuña comenta que hay un problema respecto de la ocasión en que se hace la revisión, manifestando que lo ideal sería que se hiciera más oportunamente.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que la conclusión respecto del punto inicial es que, por muchos meses, el M2 y el M3 no habían crecido o habían disminuido y que el crédito venía recuperándose. No obstante, indica que la revisión de datos sugiere que, durante el primer semestre, el M2 y M3 estaban creciendo más cerca del 10% y no 0%, lo que lo hace algo más compatible y le brinda algo más de tranquilidad respecto de la magnitud del crecimiento del crédito, ya que manifiesta que es más difícil pensar que el crédito podía crecer sostenidamente a una tasa del 5 ó 6% y los agregados menos líquidos, en -2 ó -3%.

El señor Claudio Soto hace presente que, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), el mercado corrigió las expectativas de crecimiento a 5% para este año y a 5,8% para el próximo.

En cuanto a las expectativas para la inflación a un año, indica que se han movido en algo al alza, según lo que se desprende de varias encuestas, no necesariamente de los instrumentos financieros. Comenta que el IPEC, por ejemplo, tiene una tasa de inflación de 4,5% a un año, la EOF se ha movido hacia un 3,8% y la EEE está en 3,5%, aproximadamente, en tanto que la EEE a dos años continúa en 3%.

El señor Soto destaca, a continuación, que si bien la mediana está en 3%, una fracción no despreciable de los encuestados estima que la inflación puede superar el 3% de aquí a dos años. Agrega que el mes anterior, solo una persona creía que la inflación podría estar por debajo de 3% en dos años más, mientras que ahora ninguna lo espera y todas responden que ella será igual o superior a 3%.

Finalmente, el señor Claudio Soto informa que, para la presente Reunión, la mayoría de los agentes del mercado espera que el alza de la TPM sea de 50 puntos base, y que solo algunos se inclinan por un aumento de 75 puntos base. Con respecto a la curva *forward*, añade que el tramo medio se ha empinado como consecuencia de los movimientos de las tasas *swap*, esto es, se esperan alzas más significativas de aquí a mediados del próximo año respecto de lo contemplado en el último IPoM e, incluso, algo más empinada que lo que arrojó la EEE en agosto.

El Presidente señor José De Gregorio da por concluida la sesión de la mañana, recordando que la sesión de la tarde comienza a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, el Presidente señor José De Gregorio da inicio a la sesión de la tarde y ofrece la palabra al Gerente de División Estudios señor Pablo García, para que presente las Opciones de Política Monetaria para la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios inicia su presentación, indicando que en su Reunión de Política Monetaria de julio, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,50% anual, y señaló, en ese momento, que continuaría reduciendo el significativo estímulo monetario prevaleciente a un ritmo que dependería de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Pablo García menciona, a continuación, los principales antecedentes desde la última RPM. En primer término, señala que los mercados financieros internacionales, principalmente las bolsas, han continuado mostrando volatilidad, y que la mayor calma que siguió a la divulgación de los resultados de las pruebas de tensión en Europa ha sido sucedida de incertidumbre sobre el ritmo de recuperación en la economía de Estados Unidos.

En segundo lugar, hace presente que si bien la visión de consenso sobre el crecimiento global no se ha visto alterada mayormente, las cifras coyunturales y las perspectivas para el mercado laboral en Estados Unidos han puesto una nota de pesimismo. Agrega que la Reserva Federal ha aumentado el impulso monetario con medidas no convencionales, lo que posterga aún más el inicio del proceso de normalización de la política monetaria.

En tercer lugar, señala que la mayor incertidumbre reciente ha afectado las valoraciones bursátiles y ha fortalecido el dólar respecto de las principales monedas; que las tasas de interés de largo plazo se han reducido, y que los precios de los productos básicos se han mantenido elevados, destacando el aumento en el precio del trigo.

A pesar del entorno financiero global, que sigue siendo incierto, indica que el peso se ha apreciado desde la última Reunión y que la colocación de deuda soberana obtuvo *spreads* históricamente bajos.

A nivel local, el señor Pablo García subraya que las cifras de actividad y demanda han sorprendido al alza y que las revisiones de Cuentas Nacionales para el primer semestre han aumentado el nivel de actividad en algo menos de medio punto porcentual. En todo caso, comenta que el diagnóstico de que una parte del dinamismo observado en el segundo trimestre respondió a un abultamiento transitorio sigue siendo válido. Añade que las cifras de inflación de corto plazo han estado dentro de lo previsto, con aumentos acotados de los registros subyacentes e incrementos paulatinos en el precio de los alimentos.

Como último antecedente, precisa que los analistas esperan de forma casi unánime un incremento de la TPM de 50 puntos base en esta Reunión, con opiniones minoritarias por opciones distintas.

El Gerente de División Estudios prosigue, destacando que para la presente Reunión, la principal consideración para las opciones de política es la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de junio y su coherencia con los antecedentes coyunturales, además de aspectos tácticos y comunicacionales. Indica que todo ello lleva a evaluar que, al igual que el mes pasado, la opción más plausible para esta Reunión sea incrementar la TPM en 50 puntos base. Agrega que la información coyuntural y sus implicancias para las perspectivas de mediano plazo de la inflación son diversas, no obstante lo cual no se considera que exista suficiente evidencia como para evaluar inequívocamente que se deba alterar, en esta ocasión, el ritmo al cual se está normalizando la política monetaria desde junio.

El Gerente de División Estudios señala que la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de junio contemplaba incrementos de la TPM hasta niveles del orden de 4% hacia junio del 2011, lo que, al igual que en la Reunión pasada, implicaba incrementos de 25 ó 50 puntos base durante varios trimestres. Por otro lado, indica que la trayectoria para la TPM implícita en el último IPoM sugería un perfil cóncavo, es decir, con incrementos más agresivos al principio y una convergencia a niveles algo inferiores a los implícitos en los precios de activos para fines del 2011 o principios del 2012. No obstante, sostiene que las noticias coyunturales, tomadas de forma aislada,



BANCO CENTRAL DE CHILE

podrían sugerir un incremento en esta ocasión distinto de 50 puntos base. Por ejemplo, menciona que el dinamismo de la actividad y la demanda interna, sin que aún se materialice un mayor impulso fiscal, junto con el significativo incremento de los niveles de ocupación con respecto a un año atrás, sugieren un cierre de holguras más rápido que el previsto en el IPoM, lo que podría dar pie a un incremento de la TPM mayor de 50 puntos base. En su opinión, un movimiento de este tipo permitiría dar una señal fuerte de que la política monetaria está atenta a que el incremento de la inflación anual por encima de 3%, que se espera para los próximos trimestres, sea efectivamente transitorio, afirmando las expectativas de largo plazo en torno a la meta. Asimismo, manifiesta que un movimiento de este tipo ponderaría con mayor fuerza los riesgos de que los precios de los alimentos entren en una escalada como la observada en los años 2007 y 2008.

Por otro lado, hace notar que la trayectoria de la inflación subyacente es más acotada que la prevista en el Informe de junio. Asimismo, señala que la apreciación del tipo de cambio, aunque lo mantiene en niveles que son comparables con los de equilibrio de largo plazo, de persistir o profundizarse puede mitigar las presiones de precios en los próximos trimestres. Agrega que el entorno internacional sigue siendo voluble, habiendo ahora dudas mayores respecto del vigor que tiene la recuperación económica en Estados Unidos. Con respecto a la política fiscal en Chile, informa que la ejecución presupuestaria ha sido comparable al promedio de años recientes, lo que implica que, para alcanzar una expansión de 9% en el gasto real contemplado para el año, en el segundo semestre debería verse una aceleración inusitada en esta ejecución. A su juicio, estas consideraciones, de evaluarse que implican menores perspectivas de inflación hacia el mediano plazo, podrían sugerir adoptar en esta reunión un ritmo de normalización menor de 50 puntos base.

El señor Pablo García destaca que un antecedente relevante en esta ocasión es que luego se comenzará a elaborar el IPoM de septiembre, el que podrá ponderar con mayor exactitud las noticias coyunturales recientes para conformar un escenario de proyecciones para lo que queda de este año y para el 2011. Agrega que en ese proceso se podrá evaluar con mayor precisión el ritmo al cual se continuará normalizando la política monetaria.

El señor García informa que las expectativas privadas, tanto las de analistas como aquellas implícitas en los precios de activos, consideran de manera prácticamente unánime que la TPM aumentará en 50 puntos base. Por lo anterior, y al igual que el mes pasado, expresa que una decisión que difiera de la que espera el mercado, sea con contenidos significativamente distintos del comunicado anterior o en una decisión que sea diferente a la de un aumento de 50 puntos base, probablemente sea sorpresiva. En su opinión, ello podría señalar que el Banco tiene un diagnóstico distinto del que indicó en el último Informe y que el Consejo considera prudente transparentar dicho mensaje, lo que puede ser prematuro a la vista de que un nuevo Informe de Política Monetaria se divulgará en septiembre.

El Presidente agradece la exposición del Gerente de División Estudios y, a continuación, ofrece la palabra al Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes.

El Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes inicia su intervención señalando que el escenario internacional parece ser uno de extremos, por cuanto el escenario central no ha cambiado mayormente con respecto a la RPM pasada, pero sí da cuenta de una mayor incertidumbre. Sostiene que en el escenario más probable todo sigue muy parecido, pero emerge uno alternativo que considera una significativa desaceleración del crecimiento mundial.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Por el lado de la actividad doméstica, el señor Luis Felipe Céspedes destaca el mayor vigor de la economía, pero con una inflación muy contenida. Al respecto, señala que la interrogante es si acaso la aparente desconexión entre la dinámica de precios y la dinámica de la economía son una razón para estar más seguros. En su opinión, no solo no lo es, sino que no es posible descartar un incremento en la inflación en el futuro mayor que el esperado actualmente por varias razones, entre otras, porque la economía se encuentra en un proceso de recuperación del ciclo económico con importantes niveles de incertidumbre.

El señor Céspedes plantea que lo anterior puede llevar a que las condiciones agregadas de la economía sean menos relevantes hoy en el proceso de formación de precios de los agentes económicos. No obstante, manifiesta que una vez que la incertidumbre disminuya o que la acumulación de noticias en el agregado de la economía sea lo suficientemente importante, se podrán observar rápidos ajustes en los precios que lleven a la inflación a niveles por sobre las estimaciones. De hecho, indica que se puede argumentar que una situación similar se vivió en el período 2007-2008.

A su juicio, existen razones fundadas para suponer que el riesgo de un escenario internacional alternativo muy negativo ha aumentado. Por una parte, sostiene que la combinación del escenario doméstico y el escenario internacional descritos puede implicar un importante desafío en materia de estrategia de normalización de la política monetaria. En ese sentido, advierte que si se mantiene una trayectoria como la delineada en el IPoM pasado, no se podría descartar que la normalización no sea lo suficientemente intensa para asegurar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección, ya que procesos de este tipo vienen, por definición, acompañados de pérdidas de credibilidad de la política monetaria y, por lo tanto, de mayores costos para lograr el control de la inflación y la competitividad de la economía.

Por otra parte, plantea que no se puede descartar que si el deterioro de la economía mundial ocurre en un momento en el que la economía lleva una dinámica de desaceleración muy marcada, los costos en términos de actividad y precios sean mayores.

En su opinión, aún hay espacio para agregar más información que permita acelerar la marcha en los próximos meses, si es necesario, a un costo relativamente bajo, lo que implica subir la tasa en 50 puntos base en esta ocasión.

Agrega que, a su juicio, existe espacio para intensificar el *front loading* de la política monetaria en los próximos meses, por lo que no descartaría la opción de subir la tasa en 75 puntos base. No obstante, estima que el escenario internacional es muy incierto y que lo concreto es que se han venido cerrando brechas de capacidad a una velocidad mayor que la esperada, acumulando, de esta forma, y tal como argumentó previamente, presiones inflacionarias para el futuro.

Para finalizar, el señor Luis Felipe Céspedes señala que, en los hechos, la brecha producto debiese estar cerrada este año, mientras que la tasa promedio estará aún muy lejos de cualquier estimación de tasa neutral. En su opinión, esa distancia de la tasa neutral permite acelerar el tranco en los próximos meses, si es que se requiere, manteniendo, al mismo tiempo, un adecuado seguro para enfrentar una situación internacional menos favorable.

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



El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón declara compartir la recomendación de la Gerencia de División Estudios de subir la TPM a 2,00%, porque con un cierre de brechas más rápido que lo previsto, es probable que las presiones inflacionarias de demanda, o subyacentes, se materialicen pronto, y porque la TPM se ubica hoy lejos de su nivel neutral, lo que da espacio para subirla sin riesgos evidentes de que constituya una mala decisión.

Sin embargo, plantea que la pregunta de fondo es si el impulso de demanda interna, como resultado del terremoto o de las expectativas, será suficiente para mantener este ritmo de crecimiento y de cierre de brechas por muchos meses más.

Al respecto, manifiesta que las noticias recientes, comentadas largamente en la sesión de la mañana, dan cuenta de que el mercado financiero ha recogido con intensidad el deterioro del panorama externo, prueba de lo cual es la significativa caída que están registrando las tasas largas. Señala que a ello se suma la decisión de la Reserva Federal de reintroducir estrategias no convencionales en un contexto de un comunicado pesimista, que no puede, a su juicio, no tener un fundamento claro de que el escenario futuro que se espera hoy es mucho más débil que el proyectado tiempo atrás, y de que el crecimiento pudiera llegar a ser cercano a 0% o que, incluso, se pudiera estar frente a una eventual doble recesión. Asimismo, considera que por mucho que el motor de la demanda interna sea hoy tan relevante en Chile, y probablemente lo sea durante un año o un año y medio más, el verdadero motor de largo plazo de la economía chilena, que es pequeña y abierta, es el sector externo, por lo que una desaceleración de ese sector no solo tendría consecuencias en el crecimiento, sino que también en la inflación.

El señor Beltrán de Ramón reitera que la recomendación de la Gerencia de División Estudios de subir la TPM en 50 puntos base es la adecuada, pero, al mismo tiempo, estima que el Consejo debiera considerar en su comunicado que un escenario balanceado de riesgos internos y externos no necesariamente garantiza que los aumentos de TPM en el futuro tendrán la misma periodicidad e intensidad.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al señor Beltrán de Ramón y, a continuación, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El señor Felipe Larraín indica que, desde la última Reunión de Política Monetaria, las cifras de actividad económica han superado las expectativas. Precisa que el Imacec de junio registró un aumento interanual de 6,8%, llevando a los analistas privados a corregir al alza sus proyecciones de crecimiento para este año y a situarlas en 5%, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central.

Hace presente que si bien estas son noticias alentadoras para la economía, se debe recordar que el dato de junio consideró una muy baja base de comparación, efecto que se irá diluyendo en los próximos meses, a medida que la base se vaya haciendo más exigente. En particular, señala que a partir de julio se ve un cambio de base, que se observará más claramente entre agosto y septiembre y, por supuesto, aún más fuerte en la última parte del año, es decir, los meses de noviembre y diciembre de 2009, que registraron aumentos importantes de actividad.

En cuanto a la situación internacional, el señor Ministro de Hacienda enfatiza que continúa siendo un foco de incertidumbre, ya que si bien la posición fiscal en varios países europeos sigue generando algún grado de incertidumbre externa, las preocupaciones han comenzado a trasladarse a Estados Unidos, cuyas últimas cifras dan cuenta de que esa economía no está logrando recuperarse con la rapidez que se esperaba. Advierte, en consecuencia, que la materialización de un escenario internacional adverso podría poner en riesgo la recuperación y provocar alta volatilidad en los precios de los *commodities*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Al proseguir, el señor Felipe Larraín menciona que, en junio, y considerando utilizar los datos referenciales con base 2009, las remuneraciones crecieron 3,7% en doce meses y que el costo de la mano de obra lo hizo en 4,8, mientras que, en términos mensuales, aumentaron 0,2 y 0,3%, respectivamente, moderando así las alzas de abril y mayo.

Por otra parte, destaca que el peso se ha apreciado respecto del dólar desde la reunión de julio, en línea con la debilidad internacional de la moneda, por lo que este factor debería contribuir a disminuir la presión sobre el nivel agregado de precios.

En materia de inflación, manifiesta que el registro de julio fue de 0,6% mensual y de 2,3% en doce meses, levemente bajo lo esperado e impulsado por ciertas alzas específicas. Hace presente que el factor fundamental en el resultado del mes fue la reposición del impuesto de timbres y estampillas a partir del 1 de julio, lo que provocó un alza de 20,1% en el ítem de gastos financieros, con una incidencia de 0,51 puntos porcentuales sobre la tasa de inflación del mes. Sin embargo, subraya que este efecto se revertirá, ya que la ley de financiamiento fue publicada el día 31 de julio pasado, con lo que se concreta la disminución permanente de este impuesto desde 1,2 a 0,6% con efecto retroactivo para aquellos préstamos contraídos entre el 1 y el 31 de julio. Adicionalmente, destaca también el alza de 7,9% mensual del servicio de transporte multimodal, que tiene una incidencia de 0,18 puntos en la inflación, debido al incremento de \$20 que entró en vigencia el 17 de junio último.

El señor ministro de Hacienda agrega que las cifras de inflación subyacente se mantienen aún acotadas, particularmente el dato de IPCX1. De hecho, precisa que el IPCX subió 0,6% mensual, mientras que el IPCX1 anotó una caída de 0,3%, con lo que las mediciones en doce meses se ubican en 1,4 y -0,5%, respectivamente. En razón de lo expuesto, hace notar que aun cuando la inflación acumulada a julio de 2010 es de 2,4%, el IPCX1 lleva acumulado -0,1% en el año.

El señor Felipe Larraín comenta, además, que la Encuesta de Expectativas Económicas de agosto indica que las expectativas de inflación continúan dentro del rango de tolerancia del Banco Central, esperándose que la inflación para el año 2010 sea de 3,6% y de 3,3% el próximo año, mientras que las expectativas de inflación usando tasas de mercado, esto es, las de los BCP y BCU a 5 años, arrojan un valor de 3,5%. En su opinión, de estos datos se desprende que las expectativas de inflación siguen contenidas, aunque acercándose al techo del rango, incluso a plazos más largos.

En este contexto, el señor Felipe Larraín manifiesta que, como Ministerio de Hacienda, entiende que el proceso de recuperación de la economía se encuentra en curso, con datos de inflación recientes influidos por elementos transitorios que se revertirán en el mes de agosto, y aún en línea con el rango meta del Banco Central a mediano plazo. Añade que existe también incertidumbre externa que podría poner en riesgo la recuperación y que, en este contexto, lo más adecuado sería continuar con el proceso paulatino y gradual de normalización de la política monetaria.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín, luego de lo cual da paso a la votación y concede la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

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

Señala, en primer término, que la situación económica externa sigue siendo incierta y, más aún, destaca que las noticias de desaceleración en Estados Unidos, junto



BANCO CENTRAL DE CHILE

con una visión de la Reserva Federal que, a su juicio, es básicamente pesimista, han tenido un impacto significativo en los mercados en los últimos días. Agrega que aun cuando las proyecciones anuales siguen mostrando un crecimiento saludable, las expectativas están bajando y ya hay países haciendo revisiones a la baja en sus crecimientos esperados. Así también, sostiene que si bien las economías emergentes siguen sólidas, es difícil pensar que en un escenario más negativo no vayan a ser golpeadas por lo que está sucediendo en el mundo desarrollado. A título ejemplar, comenta que hay indicadores preliminares que dan cuenta de una eventual desaceleración en China.

En el plano interno, manifiesta que sigue sorprendiendo el dinamismo de la actividad, ya que el Imacec de junio fue nuevamente superior a lo estimado por el mercado; las encuestas de expectativas muestran que la proyección de crecimiento del PIB para el año ya llega a 5%; la demanda interna, por su parte, sigue creciendo a tasas elevadas, impulsada tanto por el consumo como por la inversión; y las cifras de empleo también exhiben una tendencia muy positiva. Agrega que las colocaciones se aceleran y salen de la caída y estancamiento que exhibieron por un buen tiempo y las cifras monetarias mantienen un vigoroso crecimiento.

En materia de inflación, indica que el registro de julio fue algo inferior a lo previsto, en particular la medida por el IPCX1, que cayó 0,3% en el mes y que sigue siendo negativa en doce meses. En su opinión, el dispar comportamiento entre la inflación efectiva y la subyacente, particularmente el IPCX1, no solo en el mes, sino que en lo que va corrido del año, tiene su explicación en que las alzas de precios han estado dominadas fundamentalmente por alzas de impuestos, como el de timbres y estampillas y de combustibles, y alzas en las tarifas, específicamente el Transantiago. No obstante, advierte que el hecho que no se haya registrado inflación subyacente hasta ahora no implica que ello se mantenga a futuro. Más aún, estima que sería razonable esperar que el fuerte crecimiento de la demanda y el cierre de brechas presionen los precios al alza. En ese sentido, expresa que la gradual normalización de la política monetaria que se ha llevado a cabo en los últimos meses tiene, precisamente, el objetivo de controlar esas presiones, así como las expectativas de los agentes con suficiente anticipación.

El Consejero señor Rodrigo Vergara señala que las circunstancias indican que lo razonable es seguir en esta ocasión con este proceso de normalización de la política monetaria, la que sigue siendo expansiva. En su opinión, se ha trazado un camino en las reuniones anteriores que no es conveniente modificar en esta oportunidad, ya que ir más lento podría significar tener que acelerar este proceso a futuro e ir más rápido no se condice con un escenario externo turbulento y con presiones de precios que siguen controladas.

En relación con el comunicado, declara concordar con la Minuta de Opciones, en que su contenido no debe ser significativamente distinto del anterior. Agrega que la señal, en todo caso, debe ser clara en cuanto a que, en el escenario base, el proceso de normalización de la política monetaria continuará en los próximos meses.

Por lo anterior, manifiesta que su voto es por subir la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 2%.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que las últimas semanas han sido abundantes en novedades.

En el ámbito externo, señala que hay varios elementos a destacar. En primer término, plantea que los *stress tests* a la banca europea lograron proveer alguna calma al sistema bancario europeo, no tanto por lo robusto de sus resultados, sino porque despejaron ciertas dudas sobre la posición de una parte importante de los intermediarios



BANCO CENTRAL DE CHILE

financieros en Europa. Al mismo tiempo, indica que las tensiones en los mercados de deuda pública en Europa continúan y que los costos de los seguros de crédito de deuda soberana, más que disminuir, se han mantenido muy altos, lo que refuerza la idea de que los ajustes fiscales prometidos parecen ser insuficientes y de que se requerirá ajustar los valores de la deuda en algún grado. Agrega que, dependiendo de la magnitud y amplitud de estos efectos, no es posible descartar ruidos en el sistema bancario asociados con ello, así como una natural demora en la reactivación del crédito y la actividad en ese continente.

En cuanto a Estados Unidos, hace presente que las últimas cifras de actividad y empleo no han sido favorables. Destaca que las expresiones de la Reserva Federal y las reacciones de los mercados así lo denotan. En su opinión, es razonable esperar una recuperación lenta, consecuencia natural del alto nivel de endeudamiento de esa economía.

Finalmente, y tal como lo ha mencionado en otras oportunidades, reitera que la desaceleración en el margen en China debe ser interpretada, a grueso modo, como positiva, toda vez que las políticas contracíclicas, tanto fiscales como monetarias, aplicadas durante la crisis son, a todas luces, insostenibles. Añade que la situación del sistema financiero en esa economía también exige medidas precautorias de las autoridades.

Con todo, el Consejero señor Sebastián Claro es de opinión que se va conformando un panorama en el que la recuperación del mundo desarrollado será lenta, especialmente hacia el año 2011, y que la posibilidad de un impulso a la economía mundial, otorgado por los países en desarrollo, se mantiene para los próximos trimestres. Asimismo, reitera sus dudas sobre la viabilidad de este desacople de manera más duradera, dado los fundamentos que justifican una desaceleración en el mundo desarrollado y porque este escenario puede ser algo más débil que el esperado anteriormente. A su juicio, ello reafirma, sin duda alguna, un grado de incertidumbre no despreciable y un grado de cautela con respecto al escenario externo.

Por otra parte, el Consejero señor Sebastián Claro destaca que los precios de los alimentos y *commodities* han mostrado alzas importantes, aunque con correcciones en el margen, que provocan cierta inquietud. Indica que si bien la experiencia de años anteriores justifica esta inquietud de alguna manera, existen dos diferencias importantes con la realidad del año 2007 que deben procesarse adecuadamente. Señala, en primer término, que los datos sugieren que parte de las bajas de los precios de alimentos durante el año pasado no habrían sido totalmente traspasadas a precios, por lo que los márgenes de comercialización hoy día serían altos y permitirían acotar el traspaso, por lo menos momentáneo, de los precios internacionales a los precios domésticos. Al respecto, hace la salvedad que con ello no está minimizando el riesgo, pero que sí cree que es un elemento importante a ser considerado. En segundo lugar, sostiene que el dinamismo de la economía mundial es hoy sustancialmente menor que el vivido en los trimestres previos a la crisis de septiembre del año 2008, por lo que las presiones de precios también debieran ser más acotadas.

A nivel interno, el Consejero señor Sebastián Claro subraya que la actividad ha mostrado un importante dinamismo, superior al proyectado inicialmente. Sin embargo, llama la atención sobre algunos componentes del mismo, como el consumo privado, que ha estado desacelerándose en el margen, lo que constituye un fenómeno positivo toda vez que el riesgo de un crecimiento sobredimensionado del consumo parece amainar. Agrega que las cifras fiscales también dan muestra de un crecimiento del gasto acotado en el primer semestre, lo que denota una contribución del Fisco a una expansión contenida de la demanda. Finalmente, indica que el dinamismo de la inversión está principalmente explicado por la inversión en maquinarias y equipos, en especial su



BANCO CENTRAL DE CHILE

componente importado. Agrega que la inversión en obras e infraestructura se corrige a la baja, tanto por menores cifras pasadas como por una menor proyección, y que esta corrección es evidente en el sector construcción, ya que todavía no presenta señales de recuperación importantes, lo que debe ser ponderado cuidadosamente.

Por otro lado, subraya que el empleo ha mostrado cifras de crecimiento anual muy altas, lo que debiera permitir mantener niveles de demanda elevados.

Con respecto al crédito, señala que los agregados de crédito han seguido creciendo y recuperándose, lo que es consecuente con aquello que los agregados monetarios menos líquidos, el M2 y M3, que hasta hace poco mostraban registros muy acotados, han sido corregidos y exhiben tasas de crecimiento en doce meses algo por debajo del 10% durante todo el primer semestre, lo que es más coherente con la evolución del crédito y de la demanda. En este sentido, menciona que una preocupación expresada con anterioridad respecto del bajo dinamismo del M2, da paso a una evolución más coherente con el ciclo.

En materia de inflación, el Consejero señor Sebastián Claro hace presente que los registros confirman, a grueso modo, las tendencias proyectadas con anterioridad, en que los registros estarían fuertemente afectados por factores puntuales, y con una tendencia subyacente acotada. No obstante, sostiene que el dinamismo de la economía y la experiencia pasada sugieren que estos registros son volátiles y que podrían variar, por lo que más que hablar de ausencia de presiones inflacionarias es más adecuado enfatizar que las presiones inflacionarias derivadas de la mayor demanda todavía no se han manifestado, pero que todo indica que lo harán en los próximos meses.

Hace presente que una nota de cautela la introduce la situación cambiaria, la que junto con claros signos de menores registros de inflación en el mundo, podrían mantener acotados los registros de inflación en bienes transables. Acota que ello es coherente con la manifestación de menores presiones inflacionarias en varios países en desarrollo.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, resulta natural seguir con la normalización de la TPM al ritmo actual de 50 puntos base, ya que la tasa es todavía fuertemente expansiva y porque resulta prudente llevarla a niveles normales en los próximos meses. Declara descartar un aumento mayor, porque estima que en el margen las noticias no sugieren la necesidad de apurar un proceso que, a su ritmo actual, es coherente con la estabilidad de precios, y porque daría pie, además, a nuevas interpretaciones del mercado que ya en las últimas semanas ha incorporado expectativas de alzas de tasas sustanciales. Por otra parte, manifiesta que también descarta la opción de subir solo 25 puntos base, toda vez que la TPM es muy expansiva, la economía ha dado muestras de una recuperación importantes y la decisión de innovar debiera darse con una TPM algo mayor a la actual y contando con más antecedentes sobre la situación interna y externa.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por subir la TPM en 50 puntos base y mantener, esencialmente, el mismo mensaje en el comunicado.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado, e indica que las noticias del último mes tienden a reafirmar, en lo grueso, el escenario delineado en el último IPoM.

En el frente externo, señala que las tensiones financieras asociadas a la deuda europea se han atenuado y que, si bien los problemas de fondo no se han resuelto, las acciones adoptadas por las autoridades han permitido controlar la situación por el



BANCO CENTRAL DE CHILE

momento. Entretanto, hace presente que el foco de preocupación se ha desplazado al ámbito de la economía real, por cuanto los últimos datos de actividad y empleo en los países desarrollados han despertado bastante preocupación sobre la evolución de sus respectivas economías, lo que ha sido recogido con prontitud por los mercados financieros y cambiarios. Así, advierte que la probabilidad de un escenario global más negativo al visualizado ha tendido a aumentar. Coherente con ello, manifiesta que las perspectivas para la inflación permanecen bastante acotadas e, incluso, se han ajustado a la baja.

No obstante lo anterior, sostiene que las economías emergentes, con variantes, siguen mostrando bastante dinamismo, impulsado por fuerzas internas. Junto con ello, indica que los precios de las materias primas han vuelto a subir y que particularmente significativo es el incremento observado por los precios de los alimentos. A su juicio, todo ello genera importantes desafíos para el manejo de la política monetaria en estas economías.

En el frente interno, destaca que la actividad sigue en un claro proceso de recuperación. Comenta, al respecto, que el último Imacec sorprendió nuevamente al alza y que, de esta manera, lo más probable es que el año cierre con un crecimiento superior al proyectado con anterioridad. Señala que el impulso observado proviene principalmente de la demanda interna, que se traduce en un fuerte aumento de las importaciones, y que por lo mismo, los sectores que exhiben un mayor dinamismo son el comercio y los servicios, mientras que la industria y la construcción se muestran bastante más débiles y rezagadas.

En su opinión, esta positiva evolución de la demanda se ha visto favorecida por las acciones de política implementadas por las autoridades, entre las que se incluye la aplicación de una política monetaria claramente expansiva durante varios trimestres. De este modo, manifiesta que la demanda debería moderar su expansión en adelante, como ya lo sugieren las cifras más recientes, y adquirir una composición más balanceada. Con todo, estima que, en el escenario más probable, la economía mantendrá un ritmo de crecimiento vigoroso en lo que resta de este año y el próximo.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que estas perspectivas se ven respaldadas, entre otros factores, por la positiva evolución que muestra el empleo, lo que contrasta con lo observado en los países desarrollados. Agrega que, en esa misma perspectiva, habría que señalar que las condiciones crediticias han dejado de ser una limitación para la expansión de la demanda interna.

Sin embargo, hace presente que persiste alguna incertidumbre sobre la evolución de la actividad en el mediano plazo, por cuanto el riesgo de que adquiera una velocidad mayor que la visualizada está presente y debe ser procesado con atención. En tal sentido, considera que un factor clave a monitorear es el referido a la política fiscal y su implementación en lo que resta del año y el próximo.

En materia de inflación, el Consejero señor Enrique Marshall indica que los registros mensuales siguen afectados por factores puntuales. Añade que la inflación anual continúa aumentando de acuerdo con lo previsto y que las proyecciones sugieren que seguirá subiendo en los próximos meses y que se ubicará en torno al límite superior del rango meta a fin de año, para luego converger hacia la meta en el mediano plazo. Sin embargo, advierte que los bajos registros de inflación subyacente introducen una nota de cautela.

Por el lado de costos, destaca que las presiones parecen bastante acotadas, que las remuneraciones se expanden moderadamente y que el tipo de cambio permanece afectado por fuerzas más bien apreciativas.



El Consejero señor Enrique Marshall señala, a continuación, que el mercado tiene perfectamente internalizado el proceso de normalización de la TPM y que para la presente Reunión, las expectativas apuntan mayoritariamente a un alza de 50 puntos base.

A su juicio, en este contexto, lo que se impone es proseguir con el proceso de normalización en curso. Indica que la TPM permanece todavía a una distancia considerable de la tasa neutral, aún bajo el supuesto de que dicha tasa podría ser menor a lo sugerido por estimaciones previas, razón por la cual debe ser ajustada nuevamente al alza.

El Consejero señor Enrique Marshall hace presente que la opción de un alza de 50 puntos base vuelve a surgir con bastante claridad, ya que resulta coherente con el diagnóstico y las señales que el Banco ha entregado desde el último IPoM y refuerza, además, el proceso de normalización anunciado, sin cerrar la posibilidad de proseguir algo más rápido o algo más lento en los próximos meses, teniendo en cuenta los antecedentes que se acumulen.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que no descarta tajantemente otras opciones, ya que, en su opinión, existen argumentos para sugerir y respaldar decisiones algo distintas. A título ejemplar, señala que un incremento de 75 puntos base ha sido planteado y justificado por algunos analistas de mercado. Asimismo, indica que cerrarse completamente a otras opciones puede generar la idea de que la Institución ve esta decisión como muy simple o muy mecánica, en circunstancias que existen riesgos en uno y otro sentido que deben ser sopesados cuidadosamente.

Con todo, expresa que la opción de subir 50 puntos base se impone con bastante claridad sobre cualquier otra, y a los fundamentos expuestos agrega que no le parece conveniente sorprender al mercado ni sugerir cambios de visión en estos momentos.

Finalmente, destaca que la preparación del próximo IPoM permitirá analizar con detalle el escenario futuro y evaluar con mayor precisión la trayectoria de la TPM.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Enrique Marshall señala que su voto por subir la TPM en 50 puntos base, para dejarla en 2,0%.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agradece, como siempre, el análisis del *staff* y declara que, en esta oportunidad, hace suya la lista de antecedentes nuevos respecto de la Reunión anterior, contenidos en el punto 2 de la Minuta de Opciones, a los que añade los siguientes elementos y comentarios.

En primer término, indica que, pese a las abultadas cifras de crecimiento de la demanda interna y del Imacec reciente, el análisis que ha sido proporcionado al Consejo tiende a dar una mayor certeza de que el escenario de mayor crecimiento inicial con una suavización posterior es el más probable.

A su juicio, la observación acerca de la política fiscal que se hace en la mitad del sexto párrafo de la Minuta antedicha es lo suficientemente significativa para listarla también entre los principales antecedentes de la presente Reunión. En efecto, sin que esto indique una opinión, sino que solamente un análisis de escenario respecto de la política fiscal, plantea que parece menos probable que se alcance el crecimiento del gasto fiscal que se ha anunciado para el conjunto del año, salvo que este aumento se concentrara solo en unos pocos meses. Estima que cualquiera sea el comportamiento de esta variable, resultará en una desviación respecto del escenario de corto plazo del IPoM.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Indica que si no se cumple el escenario de crecimiento anual, obviamente no se cumplen los supuestos del escenario base, pero que, al mismo tiempo, si se cumpliera, el piso que pondría para el nivel del gasto del próximo año también sería muy elevado y, obviamente, que también significaría modificar los supuestos. Por ello, insiste en que sin que lo expresado indique opinión respecto de la política fiscal, estima que ese evento le resta aún más probabilidad de que se dé el escenario de riesgo interno del último IPoM, esto es, de una aceleración de la demanda interna y del producto, superior a la que está contemplada en el escenario.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que las noticias externas, en tanto, han elevado la probabilidad de que se dé el escenario de riesgo externo, esto es, con una mayor debilidad de la economía internacional respecto de la considerada en el último IPoM. Además, hace notar que el hecho que los analistas internacionales le den una mayor probabilidad a esta debilidad, ha aplanado la curva *forward* de la política monetaria en los países desarrollados, destacando que ese solo hecho para una misma trayectoria de la TPM chilena significa que el efecto cambiario del mecanismo de transmisión sobre la inflación es superior. Sobre el particular, manifiesta que, normalmente, cuando se piensa en la tasa de interés neutral y en el equilibrio estacionario, se está suponiendo que la economía internacional también está en su tasa de interés neutral y en su equilibrio estacionario, y que si no lo está, el Consejo también tiene que internalizar ese tema en sus decisiones.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán indica que la evaluación de todas estas hipótesis se efectuará con ocasión del próximo IPoM, no obstante lo cual, la mezcla de estos antecedentes lleva a que la posibilidad de elevar la TPM en 25 puntos base en esta Reunión no pueda descartarse tan fácilmente.

En otro plano, cree también relevante destacar que se redujo la dispersión de las proyecciones de la inflación a 24 meses, concentrándose más en torno a la meta del 3%. Así, señala que la preocupación que manifestó en la Reunión anterior en cuanto a que la dispersión haya estado aumentando y que podría marcar una tendencia, se desvanece con este nuevo antecedente.

Para concluir, el señor Vicepresidente expresa que, en esta ocasión, vota por elevar la tasa de política monetaria en 50 puntos base, sin perjuicio de lo cual estima que es importante pensar en que la curvatura de la acción de la política monetaria, en que esta comience a mostrar concavidad está cercana, por lo que considera que el mensaje subyacente o el sesgo que se incorpore en el comunicado debiera mostrar precisamente este efecto. En su opinión, sería contraproducente seguir marcando una normalización de la política monetaria que no hace caso de lo que está ocurriendo con las tasas de interés en el resto del mundo.

El Presidente señor José De Gregorio indica que el desarrollo más importante del último mes proviene del escenario internacional. Al respecto, señala que la mayoría de los indicadores muestra una desaceleración en las economías desarrolladas, en particular en los Estados Unidos, donde la última decisión de la Reserva Federal indicaría un panorama de mayor debilidad económica. Hace presente que el escenario central del IPoM, en tanto, contempla una recuperación pausada del mundo, provocada en parte importante por el término del ciclo de los inventarios en los Estados Unidos, por fricciones que aún persisten en los mercados financieros y por la debilidad global de la demanda privada en las economías industrializadas como resultado de la reducción del apalancamiento y en respuesta a los elevados niveles de deuda. Manifiesta que a esto se suman las limitaciones de los estímulos fiscales, lo que hace prever, tal como los mercados ya lo esperan, que el retiro de los estímulos monetarios será más pausado que lo proyectado anteriormente. Menciona, asimismo, que las expectativas de inflación global se estarían reduciendo y que la única nota disonante es el aumento del precio



BANCO CENTRAL DE CHILE

internacional del trigo, aunque sus niveles actuales no debieran tener efectos relevantes en la inflación.

A diferencia de lo ocurrido algunos meses atrás con la crisis en Grecia, cuyas repercusiones fueron fundamentalmente financieras y de corto plazo, el señor Presidente hace notar que hoy se enfrenta un panorama que puede resultar en un debilitamiento más duradero. Con todo, subraya que se cuenta con un esquema de políticas que permite ajustarse con prontitud a cambios importantes en el escenario global y que permite mitigar sus efectos.

En su opinión, la pregunta central en materia de proyecciones es si estos desarrollos representan un cambio significativo respecto del panorama mundial algo menos positivo del IPoM y con relación a lo que en ese momento eran las proyecciones de consenso, o si el debilitamiento es más severo. Sobre el particular, manifiesta que aún es prematuro para conclusiones precisas, pero ciertamente los riesgos de una desaceleración importante en el mundo son mayores y es algo que ya se está observando en los precios de los activos financieros.

En el ámbito interno, menciona que las noticias de actividad son muy auspiciosas y muestran un importante dinamismo de la economía; que las noticias inflacionarias se encuentran dentro de los rangos proyectados, aunque en el margen las medidas subyacentes habrían sido algo menores; y que el peso se ha apreciado alrededor de 5% desde la Reunión anterior. Agrega que las expectativas inflacionarias a 24 meses son coherentes con la meta, aunque en plazos menores la Encuesta de Expectativas Económicas muestra una leve alza y que, de esta forma, los indicadores de inflación efectiva y de expectativas son consistentes con el logro de la meta, pero la formación de expectativas tiene internalizada un proceso de normalización para la TPM.

A este respecto, destaca que la tasa de interés no solo es muy baja aún, sino que constituye una razón suficientemente poderosa para continuar con el proceso de normalización de la política monetaria. De hecho, señala que de tener una TPM más cercana a sus niveles normales, las noticias externas, el fortalecimiento del peso, los diferenciales de tasas de interés y las perspectivas benignas de inflación llevarían a tomar una posición cautelosa. A su juicio, el punto de partida es muy relevante a la hora de tomar la decisión. Destaca que la TPM real, considerando la inflación esperada a doce meses, es la misma que se tenía en enero de este año e inferior a la tasa real de todo el segundo semestre del año pasado, período en el cual era recomendable mantener la tasa en sus niveles mínimos por un tiempo prolongado para maximizar el estímulo monetario.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que en la actualidad no se justifica un grado de expansividad tan elevado y que lo que corresponde ahora es mantener un ritmo de normalización que reduzca la posibilidad de tener que hacer ajustes más bruscos y disruptivos en el futuro, y encontrarse ya con niveles de inflación más elevados y complejos de contener. En su opinión, esta es la mejor forma de permitir que el proceso de sólida expansión que está atravesando la economía chilena se sostenga en el tiempo.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio manifiesta que su voto es por subir la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 2%, y mantener un comunicado muy similar al de la Reunión pasada.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio señala que el acuerdo unánime del Consejo es de aumentar la TPM en 50 puntos base.



BANCO CENTRAL DE CHILE

158-01-100715 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 2,00% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 2,00% anual.

En el ámbito externo, ha aumentado la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación de la actividad mundial y la volatilidad en los mercados financieros se ha mantenido elevada. Los precios de los productos básicos continúan en niveles altos. Con todo, el entorno externo que enfrenta la economía chilena sigue siendo favorable.

En el plano interno, la información disponible de actividad y demanda muestra un dinamismo mayor que el previsto en el último Informe de Política Monetaria. El desempleo ha disminuido.

En julio, el IPC tuvo una variación mensual determinada principalmente por fenómenos transitorios, a la vez que las diferentes medidas de inflación subyacente se mantuvieron contenidas. Las expectativas privadas consideran que en el corto plazo la inflación anual se ubicará por sobre la meta, pero hacia fines del horizonte de política son congruentes con niveles en torno a 3%.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:15 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDIVAR
Ministro de Fe Subrogante



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 160 celebrada el día jueves 16 de septiembre de 2010

En Santiago de Chile, a 16 de septiembre de 2010, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asisten también los señores:

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

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 160, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de marzo de 2011 para el día 17 de dicho mes.



Informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larrain asistirá a la presente Sesión, pero solo en la tarde.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio da paso a la presentación del escenario externo, a cargo del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann.

El Gerente de Análisis Internacional comienza su exposición, señalando que la incertidumbre, reflejada a través de los *CDS* y *spread* de bonos alemanes de países europeos, ha tendido a aumentar, particularmente en los países periféricos de Europa. Indica que el aumento es más nítido en Grecia y también en Irlanda, cuya clasificación de riesgo ha ido cayendo, en tanto que en España es algo menor. Agrega que detrás de este aumento en las primas de riesgo hay un elemento asociado a las decisiones de compra de bonos soberanos de países periféricos por parte del Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés), que tras comenzar con adquisiciones de montos significativos a mediados de mayo último, ha efectuado compras menores, hasta llegar a volúmenes muy reducidos en las últimas semanas.

Respecto de los premios *CDS* de bancos, el señor Sergio Lehmann informa que han tendido a subir en el margen, particularmente en los bancos europeos, y, en menor medida, en el caso de bancos de otras economías, debido, fundamentalmente, a una mayor preocupación o dudas sobre la situación patrimonial de algunas entidades bancarias y, en especial, por información de que algunos bancos alemanes van a tener que salir a levantar capital. Menciona que una situación algo más compleja presentan algunos bancos irlandeses y griegos, que se ha reflejado en los *CDS spreads* de bancos europeos, fundamentalmente.

Hace presente que la percepción de riesgo, en tanto, se ha mantenido en niveles similares a los observados en la RPM anterior, aunque con cierta volatilidad, ya que aumentó a inicios del mes y luego presentó una reversión parcial.

En cuanto a los premios soberanos, manifiesta que no muestran cambios significativos en los mercados emergentes. Asimismo, señala que las primas por liquidez, dadas por el *Spread Libor – OIS*, han continuado disminuyendo en Estados Unidos para todos los plazos, luego que aumentarían a mediados de mayo, producto de las turbulencias asociadas a Europa. Añade que en la Zona Euro siguieron incrementándose desde julio, aproximadamente, pero luego, como resultado de las medidas no convencionales adoptadas por el ECB, han vuelto a mostrar algunas reducciones en el margen.

En materia de tasas de interés, el Gerente de Análisis Internacional hace notar que, si bien se mantienen en niveles parecidos al cierre de la RPM anterior, han registrado cierta volatilidad, por cuanto tendieron a caer a inicios del mes y, posteriormente, volvieron a aumentar. Desde una perspectiva histórica, sin embargo, destaca que las tasas de interés de largo plazo se encuentran claramente en niveles bastante bajos y, de hecho, en algún grado comparable con las tasas observadas durante el cuarto trimestre del año 2008, luego de la caída de Lehman Brothers. Indica que ello se observa con particular claridad en el caso de la Zona Euro, reflejando precisamente la debilidad y las complejidades que está mostrando esa región. En Estados Unidos, acota, se encuentran algo por encima de los niveles mínimos alcanzados en esa misma fecha.

Respecto de las tasas largas en dólares, el señor Lehmann hace referencia a un modelo que da cuenta que la tasa de largo plazo está relativamente alineada con sus fundamentales. Al respecto, explica que los fundamentales que se usan para su cálculo son, en primer lugar, las compras netas de no residentes de Estados Unidos, que han aumentado durante el año en curso, tras mostrar disminuciones importantes desde la caída de Lehman Brothers; en segundo término, el balance fiscal, que tendió a quitarle presión a las alzas de tasas y, de hecho, produjo alguna reducción; y, en tercer lugar, la balanza fiscal, que ha



mejorado en el margen y ha sido algo menos deficitaria que lo esperado. Asimismo, hace alusión a las compras que ha efectuado la FED de bonos del Tesoro de Estados Unidos, que más bien se originaron a propósito de la crisis, como también a otro elemento muy importante, que son las expectativas de los fondos federales, los *Fed Funds*, que han tendido a reducirse en el tiempo.

En relación con los movimientos de TPM esperados, indica que se observa nuevamente un movimiento en el Reino Unido, recogido a partir de los futuros, y en la Zona Euro, un movimiento más bien hacia la baja o postergación de aumentos de la tasa rectora hacia fines del año 2011. Respecto de economías emergentes, destaca un movimiento algo al alza en el caso de Europa emergente, mientras que en otras economías, los movimientos son bastantes marginales. Complementa, señalando que en el caso de Estados Unidos, el movimiento es bastante sutil.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional se refiere a las paridades. Al respecto, informa que la mayoría de las monedas de economías emergentes han tendido a depreciarse respecto del dólar, excepto las de Europa emergente, que más bien siguen el patrón del euro. Agrega que las monedas de economías desarrolladas también han tendido a depreciarse, salvo el yen, que se ha apreciado como resultado de la acción de intervención acordada por el Gobierno japonés, precisamente con el propósito de depreciar su moneda.

El señor Sergio Lehmann describe luego las relaciones del yen respecto del dólar, del euro y del won, destacando que el nivel que está alcanzando, en general, respecto de todas esas monedas, es similar al que se ha registrado desde el año 2000 a la fecha. Menciona, además, que *Consensus Forecasts* espera una depreciación del yen bastante marginal, y que todo ello habría llevado a Japón a intervenir.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta por la magnitud de la intervención, a lo cual el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón responde que las compras alcanzaron a US\$ 10 billones el día anterior, en circunstancias que el mercado esperaba el triple. El señor Lehmann complementa que se han mencionado distintas cifras, pero que esa es la que ha predominado. Además, a título de referencia, precisa que en el año 2004, la intervención alcanzó a US\$ 400 billones.

El señor Presidente hace presente que no es el Banco Central de Japón el que interviene, sino que, normalmente, es el Tesoro japonés. Plantea, asimismo, que de acuerdo con un gráfico que publicó el *Financial Times* el día previo o dos días antes, el actual tipo de cambio es, efectivamente, el menor de los últimos 15 años, pero que, en términos reales, está bastante por sobre los mínimos. Añade que le llamó mucho la atención la disparidad entre las cifras nominales y la cifra real, ya que, normalmente, no son muy distintas. El Gerente de División Estudios señor Pablo García explica que ello se debe a la deflación sistemática que tiene esa economía.

El señor Sergio Lehmann prosigue, haciendo notar que el yen presenta algún grado de desalineamiento respecto de su promedio del período 2000 – 2010 en términos nominales, no así en términos reales, ya que, incluso, está ligeramente depreciado con relación al promedio de ese período. Sobre el particular, el Presidente señor José De Gregorio destaca que el Tesoro japonés está interviniendo a un tipo de cambio que no solo es bajo, sino que superior al promedio de los últimos diez años, mientras que en el 2004 lo hizo cuando el tipo de cambio real estaba algo por debajo de dicho promedio.

El Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que, en estricto rigor, el tipo de cambio real ha estado muy por debajo del promedio referido, porque todos los datos posteriores lo superan, lo que indicaría, entonces, que el promedio anterior debe haber sido mayor. El señor Lehmann acota que, quizás, lo que los japoneses están tratando de alcanzar, en la práctica, no



es más que un objetivo inflacionario, sin pretender afectar el tipo de cambio real, a lo cual el señor Presidente enfatiza que, en ese caso, sería llevado a cabo por el Banco de Japón.

El señor Pablo García menciona que hay una interpretación de tipo político. Señala que el Partido Liberal Demócrata japonés es un partido que, tradicionalmente, era proclive a un yen débil y que la pérdida del control del Gobierno y asunción de la oposición, fue leída por el mercado como la posibilidad de que esa moneda se fortaleciera sin problemas. Agrega que como hubo una amenaza al liderazgo dentro del partido de oposición, que fue exitosamente defendida por su líder, tuvo que dar una suerte de evidencia de yen débil, constituyendo esa la razón por la cual el mercado interpretó que el Tesoro japonés intervino.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que no tiene certeza si el yen se mantuvo más o menos estable en términos reales en los últimos veinte años, a lo cual el señor Pablo García expresa que no fue así en los últimos diez. El señor Manuel Marfán indica que lo que se esperaría, entonces, es que después de la crisis financiera en Japón, haya existido una cierta tendencia a la depreciación del yen.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que los antecedentes expuestos por el Gerente de Análisis Internacional solo están dando cuenta de que el yen está en un nivel relativamente alto, en términos reales. Hace presente que esa moneda se fortaleció entre los años 1970 y 1990, luego tendió a estabilizarse, después se movió levemente con el dólar y se debilitó en el período máximo de fortaleza de la divisa norteamericana.

El Gerente de División Estudios destaca que ese fenómeno es, precisamente, lo más notorio hoy en día. Indica que el yen es la moneda que sirvió para financiar el *boom* de los años 2005-2006, periodo en que mientras las casas se fortalecían, este se debilitaba. Agrega que, posteriormente, a partir del inicio de la crisis, se apreció de manera significativa.

El Presidente señor José De Gregorio añade que el yen se debilitó por efecto de *carry trade*, o sea, las casas se financiaron en Japón. El señor Pablo García acota que ello se acabó durante la crisis, cuando el yen se fortaleció 20% en un trimestre, en términos reales.

El Gerente de Análisis Internacional recalca, a continuación, que el yuan también es un tema que concentra la atención de los mercados, frente a evidencias de que Estados Unidos tendería a presionar más al Gobierno chino para que aprecie su moneda. Informa que las paridades de esta moneda respecto del dólar, del euro, del yen y del won, dan cuenta de una importante depreciación en relación con el yen y, en algún grado, respecto del euro. En cuanto a la evolución de la paridad yuan/dólar desde el año 2005 hasta la fecha, hace especial mención al proceso de apreciación que impulsaron las autoridades chinas, que se detuvo con la crisis, luego de la cual, la paridad prácticamente no ha registrado variación hasta ahora.

El señor Sergio Lehmann manifiesta que para los próximos diez o doce meses, se espera una apreciación del yuan mayor que la que se proyectaba hace uno y dos meses.

El Presidente señor José de Gregorio subraya que la magnitud de la apreciación esperada del yuan con respecto al dólar no es significativa, ya que solo variaría de 6,8 a 6,7 entre julio último y julio del año próximo. El señor Sergio Lehmann concuerda con lo expresado por el señor Presidente y destaca que, en el año 2005, la apreciación del yuan sí fue significativa, pasando de 8 a 7 yuanes por dólar, aproximadamente.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agrega que China anunció hace algunos meses que retomaría la política seguida antes de la última crisis, por lo que se esperaba que el yuan tuviera una pendiente hacia la apreciación, lo que no se observa claramente. El señor Lehmann indica que, efectivamente, la apreciación ha sido muy poco significativa.



El Gerente de Análisis Internacional continúa, refiriéndose a una comparación de las variaciones registradas por diversas monedas respecto de fechas representativas, como la RPM de agosto, inicios de año, un año atrás, un año y medio atrás y el 15 de septiembre del 2008, que coincide también con la caída de Lehman. Indica que en relación con los registros de un mes atrás, el peso chileno aparece como el más apreciado, con excepción del dólar australiano, y que, considerando una perspectiva algo más amplia, particularmente desde el 15 de septiembre del 2008, su apreciación está en términos de una media entre los movimientos que han exhibido otras monedas. Agrega que, respecto de comienzos de año, se observa que el peso chileno no se ha apreciado mucho más y que, de hecho, su apreciación ha sido menor que la del rand sudafricano y del dólar australiano, estando más bien en línea con el movimiento del real brasileño.

El Consejero señor Rodrigo Vergara hace notar la apreciación que registra el peso chileno con respecto a diferentes fechas, en especial, desde el 31 de diciembre de 2008 hasta el día de hoy, así como en los últimos doce meses. Destaca que su apreciación, que alcanza a 3,5% respecto de la última RPM y a 10,1% en los últimos doce meses, solo es superada por la del dólar australiano y el ringgit malayo, respectivamente.

El señor Sergio Lehmann prosigue, indicando que las volatilidades cambiarias son algo menores que en el trimestre anterior. Precisa que en el caso de Chile, hoy es más baja que a comienzos de año y que el trimestre anterior, y que su promedio del período 2007 -2010 es de 10%, aproximadamente. Asimismo, destaca que, en términos generales, se observa hoy menor volatilidad en los mercados que a comienzos de este año y particularmente respecto del año 2009, salvo algunas excepciones.

En cuanto a los mercados bursátiles, menciona que permanecen relativamente estables, con ciertos vaivenes durante el último mes, ya que registraron caídas al inicio y recuperaciones marginales posteriormente.

Hace presente que la inflación total aparece contenida en las economías desarrolladas y con movimientos tal vez algo más heterogéneos en las economías emergentes, citando, a título ejemplar, que en China y en algunos países de Europa, como República Checa, registra aumentos, mientras que en Brasil se observan caídas.

En materia de inflación subyacente, señala que, en general, tiende a disminuir, algo influenciada quizás por lo que es el movimiento de la inflación subyacente en Estados Unidos, mientras que en las economías emergentes exhibe movimientos mixtos y algunos aumentos en Asia.

En términos de proyecciones, manifiesta que, nuevamente, se tiene una caída en la inflación para el 2010 en las economías desarrolladas y en América Latina. Agrega que para Europa del Este y Asia se esperan ligeros aumentos para los años 2010 y 2011, así como también para América Latina durante el próximo año.

El Gerente de Análisis Internacional informa, asimismo, que predominan las alzas de los precios de los *commodities*, particularmente en el caso del último mes. Recuerda que el trigo registró la mayor alza hace un mes, en tanto hoy es el maíz el que predomina, con alzas en torno al 20%, seguido por el arroz, cuyo precio exhibe una variación de 12%. Agrega que también se observan aumentos en el caso del cobre y gasolina, en torno al 5%.

Al considerar una perspectiva algo más larga, destaca el nivel récord que registra el oro, así como los aumentos importantes del índice agregado de metales. Asimismo, menciona que se sostiene el alza del índice agregado de granos y cereales observado hace uno o dos meses, que se explica más bien por el movimiento que muestra el precio del maíz, como consecuencia, a su vez, de razones climáticas.



El señor Sergio Lehmann hace presente que en materia de actividad predominan desaceleraciones en el margen, particularmente en las economías desarrolladas. Indica que los últimos registros de producción industrial en Estados Unidos se muestran prácticamente planos, como también en las economías emergentes, con la sola excepción de China, economía que sobresale en materia de movimientos al alza.

En términos de empleo, manifiesta que la tasa de desempleo se mantiene relativamente estable y que en algunas economías se advierten ciertos aumentos en el margen.

En lo relativo al mercado laboral en Estados Unidos, el señor Sergio Lehmann compara la situación de creación de empleo actual respecto de los promedios en períodos de recesión, como los del año 1990, 2001 y el bienio 2008-2009. Señala que la última crisis tuvo un componente de destrucción de empleo mucho mayor que el observado en otras recesiones. Asimismo, indica que en períodos de recuperación o de expansión de la economía, y considerando el promedio de los años 1990 al 2010, se advierte que hoy día la generación de empleo está muy por debajo de lo que se observa, en general, en los períodos de expansión o de salida de fases recesivas. Para complementar, comenta que, desde el 2007 a la fecha, el informe oficial de empleo y el informe ADP, que si bien tienen diferencias muestrales, dan cuenta de una evolución parecida en materia de creación de empleo privado en Estados Unidos.

Al respecto, el Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes señala que esta salida no es muy distinta, en términos de creación de empleo, de lo que es la salida después de una crisis financiera, como la que tuvo Estados Unidos.

El Consejero señor Enrique Marshall acota que la última crisis no es comparable con otras recesiones, porque la reciente tuvo un componente adicional. El señor Luis Felipe Céspedes confirma lo expresado por el señor Enrique Marshall, agregando que, en general, la literatura demuestra que las salidas después de crisis financieras, en términos de creación de empleo, son mucho más lentas y no tan directamente comparables con un ciclo normal.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, mencionando que se observa un deterioro en la confianza empresarial en las economías desarrolladas y también en las emergentes, situación que se repite en materia de confianza del consumidor, en respuesta a un mercado laboral que exhibe cierta debilidad.

Finalmente, en cuanto a condiciones crediticias, informa que la última encuesta en Estados Unidos reflejó que se descomprimen levemente las condiciones crediticias en esa economía, como también en el Reino Unido, mientras que en la Zona Euro y Japón se estrechan para el segundo trimestre de este año. Añade que los préstamos bancarios continúan acotados en todas esas economías, en tanto que los créditos de consumo muestran cifras positivas muy marginales en la Zona Euro y cifras negativas en Estados Unidos y Japón.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del señor Sergio Lehmann. Manifiesta que en materia de crecimiento, la economía internacional exhibe hoy más riesgos que hace dos o tres meses y que Estados Unidos, de hecho, podría desacelerarse más. No obstante, destaca que las proyecciones están subiendo en el margen, citando el caso de Estados Unidos, que anticipa un crecimiento mayor que 2%, como también el de Europa, que sorprendentemente subió las proyecciones la semana previa por sobre el 1%, y en 0,7 punto adicional en dos años, a diferencia de la proyección contenida en el último IPoM, que lo situaba bajo 1%.

El Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta tener una opinión parecida al respecto, ya que, en relación con la última RPM, el escenario se ve algo más estable, se observa mayor tranquilidad, además que algunas noticias recientes no han sido tan negativas.



No obstante, advierte que la apreciación es un tema complicado y que persiste la volatilidad, por lo que la situación puede cambiar de una semana a otra. En todo caso, aún así, estima que en las últimas semanas pareciera que todo apunta a un escenario más positivo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que echa de menos una curva *forward* de tasas de política monetaria para las principales economías del mundo en una perspectiva algo más larga, que tome nuestro horizonte de política, esto es, que en vez de considerar un horizonte hasta fines del 2011, lo haga hasta el término del 2012. Hace presente que se tiene como supuesto que el tipo de cambio real en el corto plazo se comporta de acuerdo con una ecuación de arbitraje, que en el largo plazo converge a un tipo de cambio real de equilibrio, pero que entremedio deja de hacerlo, incluyéndose, entonces, una constante para que también el tipo de cambio real derive a algo racional.

Plantea que si solo se revisara una ecuación de arbitraje y se pudiera contar con el horizonte de proyección hasta el término del año 2012, en principio, se observaría que Estados Unidos estaría muy por debajo de su tasa neutral de aquí a dos años. Manifiesta que es por ello que le interesaría saber cuál será el diferencial de tasa de interés de nuestro escenario central en dos años más, y si acaso ese diferencial se mantendrá tan alto como ahora o si aumentará, porque Chile se acerca más rápido a su tasa neutral en comparación a como lo hacen las economías desarrolladas.

Agrega que si el tipo de cambio llega a caer y se desea que se recupere, entonces las tasas deben ser lo suficientemente bajas como para que ello ocurra, lo que no se observa en nuestro horizonte, o bien, el resto del mundo deberá tener tasas de interés suficientemente altas.

En razón de lo expuesto, solicita que, en lo posible, se alargue el horizonte de la *forward* de tasas de política monetaria para las principales economías del mundo, para poder determinar en qué cambia nuestro escenario si es que el resto del mundo no converge a sus *steady state* en dos años. En su opinión, ello no debe ser indiferente para efectos de la política del Banco, por lo que solicita que se haga llegar esa información al Consejo.

El Presidente señor José De Gregorio señala que entendería que cualquier modelo tiene una ecuación de arbitraje, que está amarrada con un tipo de cambio de equilibrio, y que es lo que determina el tipo de cambio *spot*. Añade que esa ecuación tiene una prima, que permite que en el largo plazo haya un equilibrio entre la tasa internacional y la nacional más la prima.

Menciona, asimismo, que, en su experiencia, más que mirar las diferencias de tasas de política monetaria, hay que mirar los diferenciales de tasas largas, estimándose que estos diferenciales son coeficientes de 3, aproximadamente, es decir, que cuando se toma, por ejemplo, la tasa más larga, a 10 años, diferenciales de un punto dan 3% de apreciación.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán comenta que se puede revisar la tasa larga o su pendiente, que es la *forward*, pero que es mejor contar con esta última, porque la primera está muy contaminada por las tasas cortas.

Respecto de la prima, indica que mientras más se crezca, más alta será, probablemente, nuestra tasa neutral para una misma tasa de inflación y, por lo tanto, más alta tiene que ser la prima de riesgo para mantener un diferencial de tasas reales más alto.

Asimismo, agrega que se reemplazó, en su momento, la incorporación de un diferencial en el *spread* de largo plazo, por un tipo de cambio real al cual se converge, lo que, en el fondo, es lo mismo.



El Gerente de División Estudios aclara que no se ha modificado la manera como se modela el tipo de cambio en la proyección, precisando que hay un tipo de cambio real de llegada, al cual se converge en el largo plazo, que es constante. Explica que este es constante con un diferencial de tasa que no es igual a cero, si se le aplica una prima de equilibrio, que puede variar.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán repara en que esa prima es arbitraria, a lo cual el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que debería ser parecida a la tasa neutral. El señor Pablo García agrega que hay una prima por riesgo soberano que entra y hay una prima que se puede vincular a la posición externa neta.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán prosigue, recordando que la prima de largo plazo a la cual se llegaba no tenía ni un sentido y que tendría que ser más alta que la actual. Señala desconocer por qué la prima tendría que ser más alta cuando el crecimiento es mayor. En otras palabras, indica que si la tasa neutral tiene alguna relación con el *Golden Rule*, la tasa neutral en el largo plazo debiera ser, *grosso modo*, la tasa de crecimiento más la meta de inflación, aproximadamente, es decir, que mientras más crezca la economía, más alta debe ser la tasa neutral de largo plazo para una misma meta de inflación y, por lo tanto, mayor la prima para que el tipo de cambio real sea constante.

El Presidente señor José De Gregorio señala que entendería que se tiene una tasa de interés de equilibrio, que debe ser coherente con la *Golden Rule*, y, además, una tasa de interés internacional de largo plazo. Hace presente que como ambas tasas no son iguales, la diferencia es una prima de riesgo, que tiene constantes de ajuste. Indica que esa prima, que es muy distinta de la prima de riesgo, hace coherente una tasa natural con una tasa internacional que uno puede calificar de sensata, y que con ambas tasas y con las tasas largas de interés, se puede tener toda la dinámica del tipo de cambio.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace la salvedad que solo estaba solicitando un gráfico con la curva *forward* de tasas de política monetaria para las principales economías del mundo a un horizonte mayor. No obstante, estima necesario recordar algo que ha manifestado reiteradamente, y es que desconoce el microfundamento de la prima antedicha, esto es, de dónde se obtiene esa prima.

El Presidente señor José De Gregorio precisa que ello se denomina *perfect capital mobility* y que por algo no hay convergencia de tasas. El Consejero señor Sebastián Claro agrega que implica decir que, en el largo plazo, la expectativa de variación del tipo de cambio real es cero. El Gerente de División Estudios señor Pablo García, en tanto, señala que hay un supuesto más profundo, que si se cree que durante los próximos sesenta años la economía chilena va a crecer sistemáticamente más que el promedio del mundo, algo se debe hacer para que la tasa sea más alta. El señor José De Gregorio indica que se necesita una tasa doméstica real más alta y una prima que calce con ello.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que desde que la economía chilena es una economía abierta y ha empezado a crecer más, el tipo de cambio se aprecia de una manera que culmina, finalmente, en algún problema de vulnerabilidad externa, agregando que ello ha sido sistemático desde el año 1981 en adelante y que, antes de esa fecha, todas las crisis detonaron por el lado de la balanza de pagos.

Asimismo, expresa que para fundar su voto, le gustaría contar con el gráfico solicitado, ya que, a juicio del Banco, si la inflación es mayor, hay que subir la tasa y se llega siempre al mismo *steady state*, independientemente de lo que acontece en el resto del mundo, lo que, en su opinión, no puede ser. Hace la salvedad que está exagerando el punto, por cuanto sabe que en el modelo se tiene alguna sensibilidad a las tasas de interés externas, pero más bien en el corto plazo, esto es, en el primer año, porque después siempre se tiende a converger el equilibrio.



El señor Pablo García indica que el diferencial de tasa a dos años entre Chile y Estados Unidos, ajustado por riesgo, era de 150 en marzo – abril, y que desde julio o agosto está en 300.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán prosigue, reiterando que, en atención a que esa misma tasa de largo plazo puede ser con tasas de corto plazo muy bajas, que después se normalizan, o que van a ser permanentemente bajas, a un nivel algo mayor que el punto de partida del ejemplo anterior, lo más fácil es hacerlo con *forward*, porque ahí se tiene la historia paso a paso.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que le parece muy razonable lo solicitado por el señor Vicepresidente, por cuanto es una aclaración metodológica respecto de por qué se asume que todo este diferencial de tasas en el largo plazo se ajusta mediante una prima y no vía expectativas de tipo de cambio real a largo plazo. Agrega que se tienen dos maneras de explicar ese diferencial y que se está asumiendo solo una y no la otra, por lo que estima que tener una discusión en esa dimensión puede ser bastante clarificador. Declara que, en su caso, no le queda claro, por qué se debe considerar una y no la segunda.

El señor Pablo García explica que, en el fondo, para llegar a ello se ha adoptado un acuerdo, en el cual hay un nivel de tipo de cambio real de largo plazo al cual se converge, que es constante. Añade que no se ha discutido si el Consejo quiere tener un tipo de cambio real de largo plazo que tenga tendencia.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que no existe una respuesta no profesional, a no ser que se piense que los costos de ajuste o el tema del capital humano, que son absolutamente internos, tenga alguna relación con la tasa de interés internacional. Indica que es por ello que, frente a distintas tasas de interés internacionales, no puede ser que sean esos factores intrínsecamente internos los que expliquen la diferencia respecto de esa tasa de interés internacional. Manifiesta que como el escenario internacional futuro, durante todo el horizonte de proyección, es con tasas de interés internacionales bajas, mucho menores que lo que ha tocado observar en el pasado, no puede ser indiferente a lo que el Consejo tenga que decidir respecto de la política económica.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que si las tasas en el mundo son bajas y van a permanecer bajas por unos años, está fuera de discusión que lo más probable es que las tasas neutrales para esos años en todo el mundo, incluido Chile, sean también más bajas.

El Vicepresidente señor Marfán Manuel recuerda que para el IPoM pasado solicitó que se pudiera hacer un ejercicio en el cual las convergencias se postergaran, precisamente para tomar en cuenta ese tema. Añade que, revisando los gráficos, se ve que las convergencias de los tipos de cambio empiezan a ocurrir durante el horizonte de política. Para finalizar, manifiesta que esta materia debe ser aclarada y que, en su opinión, se le debe dar la mayor importancia para efectos del juicio del Consejo en adelante.

El Presidente señor José De Gregorio expresa que esta discusión es muy provechosa, porque se van levantando las inquietudes oportunamente y no durante la semana previa a la publicación de un IPoM. Indica que a estos temas relacionados con tasas de interés, tipo de cambio, tendencias, agregaría la historia de diferenciales de tasa, porque hoy día están en su rango histórico de 3 – 4 puntos en todo el mundo, cuando lo normal ha sido crecer mucho menos. Sugiere, en consecuencia, revisar estos órdenes de magnitud para entender este fenómeno, que, de todas maneras, se deberá enfrentar en algún momento.

El Presidente señor José De Gregorio da por concluido este valioso análisis y, a continuación, concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto para que presente el escenario interno.



El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto inicia su exposición, precisando que, en materia de actividad, el Imacec alcanzó a 7,1% en julio. Señala que, a nivel sectorial, se observa un cierto freno en el ritmo de recuperación que venían registrando los sectores manufactureros más afectados por el terremoto. Comenta que las exportaciones, si bien presentan un cierto dinamismo, todavía están en niveles por debajo del alcanzado en febrero, y que también se observa algo de mayor movimiento en indicadores parciales de construcción, como las ventas de cemento y de materiales, pero en un contexto en el que las ventas de viviendas aún siguen deprimidas. De hecho, menciona que el propio gremio de la construcción ajustó a la baja sus perspectivas de crecimiento para este año, desde 8,9 a 6,9%, superior, en todo caso, al 4,5% proyectado por el Banco para ese sector.

En cuanto al comercio, destaca que en julio retomó el dinamismo que había perdido en junio, lo que es coherente con la hipótesis del abultamiento. Explica que esta se reflejó más claramente en las ventas de materiales de construcción, que aumentaron de manera significativa con posterioridad al terremoto y luego disminuyeron, pero también en otras líneas, como grandes tiendas y vestuario, donde hubo un abultamiento mayor, que luego retrocedió en junio y está retomando ahora un cierto dinamismo.

El señor Claudio Soto indica que, en términos generales, las expectativas siguen optimistas, pero con algunas diferencias sectoriales. Informa que en el sector construcción, se sitúan aún en un terreno pesimista, pero que han mejorado, en línea con la recuperación de algunos indicadores parciales del sector ya comentado, y que en el sector industria, en tanto, las perspectivas son ahora algo menos optimistas por dos razones, fundamentalmente. Señala que la primera dice relación con la percepción de la demanda actual del sector industrial, que puede estar ligada a la percepción de demanda externa de este sector; y la segunda, que se refiere a la situación de los inventarios, cuyo nivel, que impulsaba el indicador de confianza al alza, está ahora muy por debajo de lo considerado adecuado, en un terreno neutral.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta por el porcentaje del sector construcción que corresponde a vivienda, a lo cual el señor Soto responde que una mitad corresponde a vivienda y la otra a obras de ingeniería.

El Consejero señor Sebastián Claro hace notar que, en el fondo, se está haciendo descansar el crecimiento para el año 2011 en un dinamismo mayor de la construcción, lo que, en su opinión, genera dudas, por el *stock* actual de viviendas, que supera el promedio histórico en Santiago, el número de meses para agotar vivienda y el nulo dinamismo que exhibe la construcción de viviendas. Plantea, en consecuencia, que si el crecimiento en el rubro construcción es parejo entre vivienda y obras de ingeniería, entonces la pregunta que surge es cuánto tienen que crecer las obras de ingeniería para que el sector construcción aporte significativamente al crecimiento del PIB.

El Gerente de Análisis Macroeconómico aclara que no todo el crecimiento del próximo año se explicaría por construcción, sino que solo el 15%, aproximadamente, que, en todo caso, es alto comparado con lo que se contempla para este año. El Presidente señor José De Gregorio indica que la percepción del Consejero señor Sebastián Claro apunta más a la ciudad Santiago y que se debe considerar también la reconstrucción en las regiones más afectadas por el terremoto.

El señor Claudio Soto agrega que, de acuerdo con lo que se conoce del catastro de infraestructura destruida por el terremoto y del paquete fiscal anunciado y su ejecución, se podría anticipar que las inversiones en infraestructura, en obras en general y en vivienda serán significativas. El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda comenta que ese Ministerio también ha estado analizando el sector construcción con cierta preocupación, por cuanto la percepción es que la ejecución presupuestaria no ha sido tan fuerte, lo que podría



comenzar a tener un impacto en dicho sector. Además, sostiene que es la inversión privada la que está paralizada por el momento.

El Presidente señor José De Gregorio señala que la inversión privada ligada a la reconstrucción la que estaría paralizada, y consulta por la forma como se contabiliza la inversión en casas o viviendas sociales. El señor Claudio Soto explica que opera a través de subsidios. Al respecto, informa que un alto porcentaje de ellos no habría sido utilizado por sus beneficiarios, por lo que una vez que comiencen a ser usados más intensivamente, es probable que la venta de viviendas aumente de manera significativa.

El Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta tener la sensación que la inversión pública está detenida. Menciona que en materia de ejecución del presupuesto de este año, el crecimiento del gasto público total a julio alcanza a 3,7%, en promedio, lo que no solo tiene incidencia en las proyecciones del Banco, sino que se desconoce si se podrá seguir asumiendo que va a aumentar 9% este año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, haciendo presente que se observa cierta moderación en el margen en los indicadores del comercio. A título ejemplar, señala que tanto las importaciones de bienes de consumo como el índice de ventas de comercio del INE muestran cierta moderación, lo que también es coherente con la hipótesis del abultamiento, esto es, que hubo mucho consumo luego del terremoto, que tendió a normalizarse y suavizarse posteriormente.

El Gerente aludido se refiere a continuación a un indicador, específicamente a la razón entre las ventas y las importaciones de bienes de consumo. Destaca que este aumentó significativamente durante la crisis, porque disminuyó el consumo de bienes durables, en su mayoría importados, dando cuenta de un cambio en la composición del consumo. Agrega que ahora está retornando a niveles más coherentes con los observados a fines del 2008.

El Consejero señor Rodrigo Vergara solicita que se explique el gráfico sobre importaciones de bienes de consumo. El señor Claudio Soto indica que cada punto corresponde a la proyección que se tendría para el mes si se consideran los datos de comercio exterior de OLAP, que son de frecuencia semanal, y que permiten hacer un seguimiento más fino de lo que acontece con el sector externo. Precisa que los distintos puntos muestran la volatilidad de los datos semanales, que hacen cambiar bastante el diagnóstico del mes porque permiten, de alguna manera, observar algunos perfiles o tendencias. A modo ejemplar, manifiesta que si se hubiera seguido el modelo de proyección a partir lo que ocurrió durante las primeras semanas de abril, cuando las importaciones aumentaron significativamente, se habría proyectado un crecimiento importante de las importaciones; sin embargo, ello se normalizó posteriormente, reflejando, de alguna manera, el efecto de abultamiento que hubo en el mes.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta por la sigla IVCM, a lo cual el señor Claudio Soto responde que se trata de un índice de ventas de bienes de consumo, nacionales e importados, que construye el INE. El señor Presidente colige, entonces, que este es un *proxy* para consumo sobre consumo importado, añadiendo que, durante la crisis, este último disminuyó significativamente, lo que se asocia a una caída de bienes de consumo durables. El señor Soto señala que el señor Presidente está en lo cierto y se refiere específicamente a los automóviles, precisando que este índice se ha recuperado y que resulta ser, de alguna manera, una suerte de espejo de lo que ocurre con la venta de automóviles.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, haciendo mención a las inversiones, en general, y a aquellas en maquinarias y equipos, en particular. Destaca que también se observa el efecto abultamiento de muchas importaciones con posterioridad al terremoto. Agrega que, aunque han retrocedido, su nivel actual es elevado en términos históricos.



Respecto de la percepción sobre los inventarios, informa que el sector comercio percibe que estarían en línea con los niveles deseados, mientras que el sector industrial estima que aún están por debajo de ese nivel, si bien reconoce que se han recuperado luego de la destrucción sufrida con motivo del terremoto. Hace notar la importancia de esto en relación con la proyección sobre la acumulación de existencias de aquí a fin de año, ya que al tercer trimestre aún se tiene una fuerte acumulación, pero que ya hacia el cuarto debería estar en niveles más normales.

El señor Claudio Soto destaca que la proyección de crecimiento no ha cambiado desde el último IPoM, situándose en 5,4% y reflejando una corrección importante al alza respecto de lo estimado en agosto. Añade que desde la última RPM se han conocido las cifras definitivas de crecimiento del primer trimestre, que dieron cuenta de un cambio; que se conoció también la cifra del segundo trimestre y que, además, se publicó el Imacec de julio, que sorprendió al alza. Precisa que todo ello está incorporado en el nuevo escenario que lleva a corregir al alza la proyección, y que es coherente, además, con una demanda interna que crecería bastante, alcanzando una variación real anual de 16,1%.

El señor Claudio Soto reitera que, en relación con los inventarios, aún se observa una acumulación importante en el tercer trimestre, por lo que si bien se percibe que están cerca de los niveles adecuados, se sabe que el promedio histórico es mayor. No obstante, indica que hacia el cuarto trimestre deberían converger a niveles más normales, esto es, en torno a 1% del PIB.

El señor Soto se refiere luego a un gráfico en el que se reconstruyó un *stock* hipotético de inventarios. Señala que el *stock* de inventarios como fracción del PIB se estacionaría algo por debajo del promedio histórico. Al respecto, hace el alcance que se desconoce cuánto *stock* se perdió con motivo del terremoto, por lo que se supuso que la pérdida alcanzó a 10%, que corresponde a la distancia del nivel óptimo en la que se encontraban los empresarios al momento de responder en la encuesta.

El señor Claudio Soto continúa, subrayando que el escenario de crecimiento de 5,4% para el año podría estar algo sesgado a la baja, dado una serie de supuestos alternativos que podrían considerarse. Indica que el dato mes a mes de julio, de 1,3%, se corregirá cuando se conozcan los próximos Imacec. Agrega que si se toma ese dato desestacionalizado y se hacen algunos ejercicios de variación mes a mes de aquí a fin de año para distintos rangos de variación mensual, se obtienen rangos de valores para el cierre del año anual por sobre el 5,4% precitado.

El Presidente señor José De Gregorio colige que para alcanzar un crecimiento de 5,4% en el año 2010, se requiere que durante el último cuatrimestre, todos los meses registren una variación mensual de 0,2%, esto es, de 2,4% en términos anuales.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García explica que el diagnóstico del IPoM supuso que lo ocurrido en julio tuvo componentes excepcionales. Hace presente que es muy importante considerar que si ello no se revierte y si el crecimiento continúa aumentando a 0,6% mes con mes, la actividad del año se ubicará más cerca de 6%.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comenta que el mercado espera un crecimiento de 6,8% anual en agosto. El señor Soto anticipa que el Banco estima que será de 7,8% y que, en ese sentido, las perspectivas del mercado no están muy desalineadas. Advierte, eso sí, que en septiembre se tendrá el efecto de los días feriados, por lo que el crecimiento sería más cercano a 6%.



Finalmente, y respecto del encuadre de corto plazo, indica que se proyecta que la cuenta corriente finalizaría el año con un déficit de -1,1%, el que se generaría recién a partir del segundo semestre. Agrega que un ejercicio muy sencillo, de suponer que el precio del cobre *spot*, de US\$ 3,45 la libra, aproximadamente, se mantiene de aquí a fin año, da como resultado que este déficit se reduce a 0,8% del PIB.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala, a continuación, que la tasa de desempleo disminuyó, alcanzando a 8,3% en julio, mientras que la tasa desestacionalizada no supera el 8%. Destaca que se observa un panorama de fuerte crecimiento del empleo por cuenta propia y también del asalariado, pero con alguna heterogeneidad sectorial, por cuanto se advierte bastante crecimiento en comercio, servicios y construcción, y uno menor en el sector de recursos naturales.

El señor Claudio Soto hace presente que el INE publicó tasas de variación anual del empleo hasta el mes pasado, no así este mes, e informa que personeros de ese organismo señalan no confiar mucho en la serie de referencia, por lo que esas tasas no serían muy fidedignas.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán recalca que se insistió mucho en que hubiera continuidad para contar, precisamente, con una base de referencia. El Gerente de División Estadísticas comenta que fue un proyecto que se tuvo varios años atrás. El señor Claudio Soto agrega que recién en marzo de 2011, el INE va a tener una serie de variación anual.

El señor Soto continúa, indicando que, en algunos casos, el panorama no cambia significativamente. A modo de ejemplo, menciona que en el sector construcción se observa que si se empalman las variaciones mensuales a partir de marzo con la serie vieja y se utiliza la serie de referencia, la tasa de crecimiento anual supera el 10% y no cambia mayormente respecto de los meses previos. Agrega que en industria se ve un perfil de recuperación en ambos casos, pero que los niveles de las tasas de crecimiento son muy distintos. En el caso del comercio, comenta que si se utilizaran las tasas de referencia, el crecimiento sería muy elevado. Destaca que sí hay una diferencia muy relevante en el caso de agricultura y pesca, un sector que hoy día interesa monitorear algo más de cerca, porque el diagnóstico sí es bastante opuesto. Hace presente que si se ocupa la serie de referencia, se tiene un crecimiento muy dinámico interanual, pero si se hacen los empalmes, las tasas de crecimiento estarían decayendo un año antes.

En materia de salarios, el señor Claudio Soto precisa que no solo están creciendo en torno a 3% en términos reales, sino que su incremento ha sido bastante estable en los últimos meses. Agrega que, considerando la serie de referencia, su variación anual supera el 4% y la mensual entre 0,4 y 0,6%, aproximadamente.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si también existen dudas respecto del empalme de estas series. El señor Soto informa que, en este caso, el INE declara tener mayor confianza en la serie de referencia que levantó y que es por ello que ha publicado estas variaciones en doce meses.

En cuanto a los salarios, el señor Claudio Soto señala que en marzo comenzó la nueva encuesta y que, desde entonces, han crecido entre 2 y 2,4%, según si se utiliza el IREM o el costo de la mano de obra. Añade el IPC ha variado entre 1 y 1,5%, aproximadamente, en igual período, por lo que el aumento de los salarios sería de 1% en términos reales.

Al continuar, el Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere a la inflación, mencionando que el IPC de agosto sorprendió a la baja, ya que alcanzó a -0,1%.



Respecto de lo proyectado, informa que hubo sorpresas, siendo las tres más importantes las relativas a vestuario, tarifas eléctricas y frutas y verduras. En cuanto a estas últimas, explica que en la proyección se había incorporado el supuesto que las heladas podrían tener un impacto en sus precios, que no se materializó, por lo que se cambiará la trayectoria futura de este componente del IPC en la proyección. En relación con las tarifas eléctricas, por un lado hace presente que se está en la fase de entender el proceso de fijación tarifaria y, por el otro, que hubo una sorpresa al alza y que se dispone de antecedentes adicionales sobre los costos marginales de la generación eléctrica, que hacer prever alzas de mayor magnitud.

El señor Claudio Soto informa que para la proyección, y respecto de lo que contemplaba el IPoM reciente, se está considerando un tipo de cambio más bajo, lo que lleva a corregir a la baja la trayectoria de gasolinas. Añade que la trayectoria de precios de frutas y verduras también contempla menores variaciones mensuales y anuales, dado que no se estaría materializando el efecto de las heladas.

En cuanto a vestuario, manifiesta que, en el año 2009, todos los productos asociados a prendas de vestir exhibieron fuertes alzas en el mes de agosto por el cambio de estación, las que no se repitieron este año. Hace presente que la serie histórica que se reconstruyó indica que este aumento de precios se registraba habitualmente en septiembre, por lo que se espera que se materialice este mes, dado, además, que no ocurrió en agosto. Agrega que, en adelante, estos precios deberían disminuir, siguiendo la tendencia que se ha observado en los últimos meses.

El señor Soto se refiere luego a una trayectoria de precios de vestuario en la que se incluye a Chile y a otras economías, destacando que la caída del nivel de precios es mucho más significativa en nuestro país, como también lo es en términos relativos. Asimismo, subraya que en la proyección de corto plazo, se observan nuevas disminuciones.

Respecto de los cigarrillos, el Gerente aludido recalca que se mantiene el supuesto del IPoM, esto es, que habrá un aumento adicional de 21% de aquí a diciembre. Indica que el *timing* para ello es bastante lineal a partir de este mes en adelante.

En cuanto a la electricidad, señala que en el margen se observa un aumento relevante en los costos marginales de generación, así como en los costos de distribución, que hacen suponer un alza relevante de su precio respecto de lo contemplado en el último IPoM. A consultas del señor Presidente, responde que el mayor precio es el resultado de una caída en la generación hidráulica. En cuanto al cambio desde el último IPoM, informa que se deben a indexaciones y reliquidaciones. Explica que el INE, para levantar los precios y efectuar la medición, solicita a Chilectra o a distintas empresas distribuidoras que coticen una boleta tipo, desconociéndose la forma precisa como la valoriza, por lo que no se entiende exactamente qué elementos están detrás de la sorpresa. Comenta que sí se sabe que ha habido indexaciones por alzas pasadas, que demoraron en ser incluidas, y que han sido acompañadas de algunas reliquidaciones.

Para resumir, señala que lo concreto es que en noviembre se fijará el precio de nudo sobre la base de costos marginales más altos, lo que explicaría un aumento de su precio y, por lo tanto, de las tarifas eléctricas en general.

El Consejero señor Enrique Marshall recuerda que en una Sesión anterior, durante la elaboración del IPoM, se comentó que los costos iban a seguir bajando y que el valor agregado iba a seguir subiendo. Dado que se está generando menos agua, consulta cuál es el efecto de ello.



El señor Claudio Soto menciona que con ocasión del IPoM se discutió una tendencia de mediano plazo, en que los costos marginales disminuirían en algún momento. No obstante, indica que ella tiene oscilaciones de corto plazo por la matriz energética, específicamente por la forma como se considera el agua *versus* otros elementos.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que eso también puede afectar la generación de gas. Sobre el particular, el Gerente de División Estudios señala que se debe considerar que hay un fenómeno más estructural, que es la entrada del gas, que ha tenido un efecto muy fuerte en el valor agregado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que le preocupa el tema de la valorización de la boleta del INE, porque no se puede colegir si las alzas son permanentes o transitorias, y si se revierten o no.

El señor Claudio Soto responde que se está en conocimiento de que hay reliquidaciones y indexaciones que afectan, precisando que las indexaciones son transitorias y que las reliquidaciones ocurren, porque las fijaciones de precios entran en vigencia con posterioridad al momento en que se negocia el precio. Enfatiza que se sabe que ello genera vaivenes, e informa que se manejan órdenes de magnitud al respecto. En todo caso, admite que sorprende el precio mismo que entrega la boleta.

Hace presente que sobre la base de lo expuesto, se corregiría la proyección del IPC a diciembre desde un 3,9%, contemplado en el IPoM y antes de conocer el dato de IPC, a 3,7%. En adelante, destaca que el vestuario sería el único componente del IPC que tendría aún una incidencia negativa en la inflación interanual, ya que el resto de los componentes deberían tener contribuciones positivas hacia el término del horizonte.

Respecto del mercado y, específicamente, de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), el señor Gerente menciona que, para septiembre, el Banco estima un 0,6% para el IPC total, mientras que la EEE, un 0,4%. Añade que también se tienen diferencias para octubre y para el cierre de la inflación del año, por cuanto la EEE anticipa un 3,3% a diciembre y el Banco, un 3,7%.

El señor Claudio Soto señala que se trató de explorar de dónde podrían provenir estas diferencias. Informa que quienes responden la EEE no son explícitos en el detalle de la proyección y no dicen cómo ven cada componente, pero que sí ha llamado la atención que no han estado en la discusión pública las posibles alzas del precio de los cigarrillos por la fijación del impuesto, como tampoco los cambios estacionales en vestuario que, en algún momento, deberían reflejarse en los precios. Explica que se llevaron a cabo tres ejercicios para determinar en qué medida varía la proyección del Banco ante distintos siguientes escenarios. Señala que el primero, en que se excluyeron las alzas de cigarrillos de aquí al término del horizonte, arrojó una variación de 3,4% a diciembre; que el segundo, en que no se consideró el alza del vestuario de septiembre por razones de estacionalidad, pero que sí incluyó el alza de precios de los cigarrillos, también dio como resultado un 3,4%; y que el tercero, en que se excluyeron ambos elementos, reveló que se llegaría a una proyección de 3,2%, muy en línea con lo que tenía el mercado. Supone, entonces, que esos dos elementos, de alguna manera, podrían explicar las diferencias.

El señor Claudio Soto hace notar que los supuestos utilizados son bastante acuciosos, si bien advierte que el alza en vestuario por la estacionalidad podría no materializarse. Señala, asimismo, que el alza de 40% en el precio de los cigarrillos responde a una declaración de la distribuidora de tabacos, pero que solo ha alcanzado a 15%, por lo que si bien hay antecedentes para pensar que los supuestos son razonables, hay elementos de riesgo.



Respecto del mercado financiero, el señor Claudio Soto indica que quizás lo más relevante después IPoM ha sido el aumento en las tasas *swap* y de las tasas en UF. Añade que las tasas *swap* habían venido cayendo desde la última RPM, probablemente en línea con lo que estaba ocurriendo con el tipo de cambio; sin embargo, las tasas subieron después del IPoM hasta niveles parecidos a los observados en la RPM anterior. Señala, además, que las tasas en UF habían estado subiendo desde la última RPM y registraron un aumento adicional con posterioridad al IPoM, que coincide con el dato de inflación, por lo que no es claro si el alza es atribuible al IPoM o a este último dato.

En cuanto a las tasas de las colocaciones, manifiesta que se han incrementado respecto del cierre de agosto. Detalla que la tendencia es plana en el caso de las tasas de consumo, mientras que la de las tasas de colocación comerciales es algo más clara al alza respecto de los últimos meses.

En relación con las colocaciones, destaca el repunte bastante sólido de las tasas de crecimiento de las colocaciones de consumo y las perspectivas de aumentos adicionales en los próximos meses. Menciona que las tasas de crecimiento de los créditos comerciales, en cambio, que aumentaron significativamente a comienzos de año, se han mantenido en torno a 5% desde algunos meses a la fecha, bastante por debajo de las observadas antes de la crisis.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que un argumento de carácter más bien cualitativo que explicaría el estancamiento de los créditos comerciales, plantea que las empresas tienen mucha liquidez y que parte del dinamismo de la inversión se está financiando principalmente con utilidades retenidas. Agrega que en Estados Unidos estaría ocurriendo lo mismo, por lo que las empresas no enfrentarían restricciones a la hora de tomar una decisión de inversión.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que para las empresas, la primera fuente de financiamiento para sus proyectos de inversión es la reinversión de utilidades, porque es la más barata por razones tributarias. Indica que le sigue el endeudamiento y la emisión de bonos, por lo que para el proyecto marginal, la tasa de interés sí es relevante en el margen.

El Gerente de Análisis Macroeconómico continúa, destacando que el tipo de cambio se ha apreciado con fuerza desde la última RPM. Sin embargo, indica que las medidas que se construyen con algunos índices de precios para las exportaciones o para las importaciones, dan cuenta, en general, de movimientos a la baja. Agrega que, a pesar de que ha habido una apreciación importante, se observa que el tipo de cambio real para los sectores exportadores aún supera el registrado a fines del año pasado, lo mismo si se excluye el cobre o los sectores industriales. Señala, asimismo, que el tipo de cambio está claramente mucho más apreciado en términos históricos en el caso de las importaciones, lo que se asocia al precio de las importaciones, que ha estado cayendo de manera sistemática en el tiempo.

Dentro del agro, hace notar que se observa bastante heterogeneidad, ya que en las frutas y el vino sí se aprecia una caída fuerte en los precios relativos, mientras que en el agro en su conjunto todavía no se ven tan apreciados como a fines del año pasado.

El señor Claudio Soto hace presente que si se consideran otras medidas de tipo de cambio real, como las que tienen el BIS o el Fondo Monetario, que difieren, por ejemplo, en los ponderadores que utilizan para construir el índice de precios externo relevante, se puede advertir un panorama similar al que construye el Banco. Agrega que en el caso del Banco, si se considera, además, la competencia en terceros mercados, que modifica en algo los ponderadores, el diagnóstico no cambia de manera importante respecto de los movimientos mensuales de esta variable. Comenta también que la apreciación nominal del peso ha coincidido con el aumento adicional del precio del cobre y con los movimientos en la posición NDF.



A continuación, el señor Claudio Soto se refiere al modelo tradicional que la Gerencia a su cargo utiliza para explicar lo que ha acontecido con los movimientos del tipo de cambio. Al respecto, precisa que, desde enero, este se ha depreciado y está en un nivel similar al registrado justo antes de que se publicara la Circular de la Superintendencia de Fondos de Pensiones, que generó un movimiento de salida y, por ende, una depreciación. Por lo tanto, señala que el modelo no tiene mucho que revelar respecto de enero y que los movimientos posteriores se podrían explicar, de alguna manera, si es que se consideran los cambios en la posición NDF.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que el modelo habitual tiene un residuo significativo y que, probablemente, son los flujos relacionados con las AFP los que se han compensado con los movimientos desde enero y más que compensado con un movimiento NDF en los últimos meses.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán solicita que se aclare la posición NDF.

El señor Claudio Soto indica que si se observan los residuos en los dos modelos, el habitual y el habitual con flujos, no es evidente que se pudiera pensar que el tipo de cambio está desalineado si no considera la posición NDF. Señala que hay un residuo a largo plazo, que es negativo, que está por debajo de la banda de confianza, y que si se considera la posición NDF en el modelo, se pueden explicar los movimientos del tipo de cambio, por lo que la evidencia respecto del grado de desalineamiento resulta ser ambiguo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, destacando que la bolsa ha seguido creciendo con fuerza, ya que ha registrado un alza de 10% desde la última RPM y también ha aumentado con fuerza respecto de las bolsas regionales.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta por las bolsas que han experimentado las mayores alzas en moneda local. El señor Claudio Soto responde que la bolsa chilena ha aumentado 40% en lo que va corrido del año y que aquellas que la siguen registran un alza algo superior a 20%.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta por la contribución de las AFP a ese aumento, a lo cual el Gerente de Estabilidad Financiera señor Luis Opazo responde que su aporte no es significativo, del orden de 80 millones de dólares mensuales, debido a que las inversiones de los fondos de pensiones están topadas en renta variable.

En lo relativo al crecimiento de los agregados monetarios, el señor Claudio Soto indica que se observa un descenso en las velocidades, más bien en línea con lo predicho por los fundamentales.

En materia de expectativas de crecimiento, precisa que están en 5,3% para el año 2010 y en 6% para el 2011, completamente alineadas con el IPoM.

Hace presente que las expectativas para la inflación presentan bastante volatilidad, pero continúan en el horizonte de política, esto es, en torno a 3%, y que si se las mide con los bonos o con los *swaps*, se atenúa el sesgo observado en un momento. Agrega que en cuanto a la inflación a dos años, hubo una mayor cantidad de personas que estimó que podría superar el 3%, pero que ahora son menos quienes lo piensan.

En relación con las perspectivas para el tipo de cambio, destaca que el mercado local espera una depreciación gradual del peso.



Para finalizar, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que para esta RPM se espera, mayoritariamente, un aumento de 50 puntos base de la TPM. Agrega que la curva *forward* y la *forward* que se podría computar con los *swaps* se empujan respecto del último IPoM.

No habiendo comentarios, el Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de Análisis Macroeconómico, suspende la Sesión a las 13:20 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, el Presidente señor José De Gregorio reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 160. Hace presente que esta es la última Sesión a la que el señor Pablo García asiste en calidad de Gerente de División Estudios. Es por esta razón que desea que quede constancia en el Acta el agradecimiento, en nombre del Consejo y del suyo propio, por la contribución que prestó al Banco Central durante largo tiempo, primero como Economista, luego como Gerente y después como Gerente de División Estudios. Manifiesta que, sin duda alguna, parte importante de lo que se ha logrado en el Banco hasta hoy día se ha debido a la gran contribución del señor García.

Asimismo, el Presidente señor José De Gregorio da la bienvenida al señor Luis Óscar Herrera, quien se reincorpora a su casa de origen en el cargo de Gerente de División Estudios a contar del día martes 21 de septiembre próximo.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín se suma a lo expresado por el señor Presidente.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Pablo García para que presente las Opciones de Política Monetaria para la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García indica que en su reunión mensual de política monetaria de agosto, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 2,0% anual, y declaró, en ese momento, que continuaría reduciendo el significativo estímulo monetario prevaleciente a un ritmo que dependería de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

A continuación, el señor Pablo García da cuenta de los principales antecedentes desde la última RPM. En primer término, menciona que los mercados financieros internacionales han continuado mostrando volatilidad y que persisten las dudas sobre la situación bancaria en el mundo desarrollado; que no se ha despejado la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación que mostrará la economía de Estados Unidos y que las tasas de interés de largo plazo en las principales zonas económicas se mantienen en niveles reducidos; pero que, con todo, los precios de los productos básicos continúan altos y el precio del trigo volvió a aumentar.

En este contexto, plantea que el dólar se ha tendido a debilitar, tensionando la situación cambiaria en diversas economías, varias de las cuales han adoptado medidas de intervención, entre las que destaca la intervención del Gobierno de Japón para debilitar el yen, siendo la primera en seis años. Menciona que, siguiendo la tendencia global, el peso se ha apreciado desde la última Reunión en torno a 3%, algo menos que 1% respecto de la fecha de divulgación del IPoM, y que la Encuesta de Expectativas considera que una parte relevante de esta apreciación es transitoria.

A nivel local, subraya que las cifras de actividad y demanda sorprendieron al alza, con efectos que se consideran transitorios para llegar al escenario base del IPoM, y que la inflación de agosto estuvo por debajo de lo previsto, debido a factores específicos. Añade que,



luego de la divulgación de dicho Informe, los analistas esperan, de forma casi unánime, un incremento de la TPM de 50 puntos base en esta Reunión y que el mercado *swap* también incorporó expectativas de niveles para la TPM mayores que los implícitos antes del IPoM.

El señor Pablo García expresa que para esta Reunión, la principal consideración es la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de septiembre, los antecedentes coyunturales, así como aspectos tácticos y comunicacionales, los que llevan a considerar que las opciones más plausibles para esta ocasión sean un incremento de 25 o de 50 puntos base.

Hace presente que la estrategia de política monetaria contenida en el último IPoM contemplaba, por un lado, incrementos de la TPM hasta niveles del orden de 5% hacia septiembre del 2011 y un nivel de TPM promedio para el cuarto trimestre de este año de 3%, y que, al igual que en Reuniones pasadas, esta trayectoria considera un perfil cóncavo, es decir, que en algún momento se transitará desde incrementos de 50 puntos base a incrementos de 25 puntos base, para, con posterioridad, realizar pausas en el proceso de normalización. Informa, además, que, tomando literalmente el supuesto de trabajo para las proyecciones, este incluye al menos un incremento adicional de 50 puntos base, por lo que, al igual que el mes pasado, se podría considerar que dicha alternativa es la más plausible.

Por otro lado, manifiesta que los antecedentes coyunturales si bien no son muchos, son relevantes y podrían justificar la adopción de un incremento menor para la TPM. Especial mención hace de las expectativas de inflación de corto plazo del mercado, que reaccionaron a la cifra de inflación del mes de agosto y consideran un panorama de incrementos en el IPC del orden de medio punto por debajo de las proyecciones contempladas en el IPoM. Plantea que si bien es posible que ello se deba a factores específicos que no están bien capturados por las proyecciones privadas, también puede ser que, efectivamente, las presiones inflacionarias que se estén enfrentando sean más reducidas, debido, por ejemplo, a la percepción de que la brecha de capacidad es más amplia o a que las presiones de precios importadas son menores.

Entre estos últimos factores, menciona que es posible que la apreciación cambiaria esté induciendo efectos desinflacionarios superiores a los previstos, o que el mercado anticipe una trayectoria cambiaria de mayor apreciación que la que se recoge de las medidas de expectativas de analistas. Sostiene que, a pesar de que estos aspectos no son evidentes, si efectivamente el tipo de cambio se mantiene más apreciado de manera significativa y persistente con respecto al supuesto de trabajo utilizado para las proyecciones, se pueden deducir menores presiones de precios. Como referencia, señala que el coeficiente de traspaso de un movimiento cambiario persistente a inflación es del orden de 20 a 30% a dos años plazo, todo lo demás constante.

El señor Pablo García continúa, haciendo presente que por el lado de las perspectivas de actividad y demanda, el escenario contemplado en el IPoM tiene implícita una desaceleración en los próximos meses, luego de la fuerte expansión del segundo trimestre. Al respecto, informa que no se dispone aún de elementos que permitan calificar si dicho escenario está desarrollándose dentro de lo previsto, pero que ciertamente existe el riesgo de que la actividad y la demanda continúen con la dinámica previa, por sobre lo proyectado.

Desde el punto de vista táctico y comunicacional, destaca que hay dos aspectos que son relevantes. Por un lado, expresa que la reciente divulgación del IPoM permitió presentar los contornos generales del escenario macroeconómico de la economía chilena para lo que queda de este año y todo el próximo, lo que motivó a que los analistas y el mercado consideraran, de manera prácticamente unánime, que la TPM se incrementará en 50 puntos base en esta Reunión. A su juicio, como no es mucha la información coyuntural disponible en esta ocasión, respecto de la que se tenía al momento de elaborar dicho Informe, una decisión de política distinta de la esperada por el mercado señalaría con bastante intensidad el peso relativo que el Consejo le da a la escasa información nueva. Por otro lado, y para finalizar, hace



presente que en las próximas semanas se conocerá el escenario fiscal planteado por la Autoridad para los próximos años, información que es relevante para evaluar el grado de estímulo que la política fiscal le imprimirá a la economía en el curso del año 2011, permitiendo, además, clarificar al mercado los antecedentes respecto de su forma de financiamiento.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de División Estudios señor Pablo García y, a continuación, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín da inicio a su intervención, señalando que el escenario inflacionario de corto y mediano plazo aparece cada vez más contenido. Por un lado, destaca que la cifra de inflación de agosto, de -0,1% mensual y de 2,6% en doce meses, sorprendió al mercado a la baja, pues esperaba un alza mensual de 0,2%. Sostiene que si bien el factor fundamental en el resultado del mes fue la disminución del impuesto de timbres y estampillas desde 1,2 a 0,6%, también los factores que determinan la inflación subyacente parecen estar acotados. De hecho, precisa que el IPCX disminuyó 0,1% mensual, mientras que el IPCX1 registró una variación mensual nula, con lo que las mediciones en doce meses se ubican en 1,9 y -0,5%, respectivamente.

Menciona, asimismo, que, al igual que el mes anterior, aunque la inflación acumulada a agosto es de 2,3%, el IPCX1 lleva acumulado -0,1% en este período, lo que se debe a que los aumentos de precios observados durante los últimos meses han obedecido, esencialmente, a fenómenos puntuales. En consecuencia, indica que las cifras revelan que las presiones inflacionarias se encuentran contenidas.

El señor Felipe Larraín plantea que esta visión parece ser compartida por el mercado. De hecho, hace presente que la Encuesta de Expectativas Económicas de septiembre muestra que las expectativas de inflación continúan dentro del rango de tolerancia del Banco Central y, además, se han ido reduciendo. Así, expresa que la inflación esperada para 2010 pasó a 3,3%, desde 3,6% en la encuesta de agosto, mientras que para 2011 las expectativas se reducen desde 3,3% en la encuesta de agosto a 3,1%. Además, comenta que las expectativas de inflación, usando tasas de mercado BCP y BCU a 5 años, arrojan un valor de 3%.

El señor Felipe Larraín hace notar que cuando se analizan otros factores que deberían incidir en la tasa de inflación de mediano plazo, se observan también señales de moderación en el escenario inflacionario. Por un lado, menciona que el peso se ha apreciado respecto del dólar desde la Reunión de agosto, en línea con la debilidad internacional de la moneda, por lo que este factor contribuirá a disminuir la presión sobre el nivel agregado de precios. Además, manifiesta que, de acuerdo con lo señalado en el último IPoM, el entorno externo se ha vuelto algo más débil, debido a las cifras coyunturales recientes de actividad y mercado laboral, en conjunto con condiciones de inventario más holgadas que en los años 2007 y 2008, lo que debería reflejarse en menores perspectivas de inflación en el mundo. De este modo, señala que se espera que la inflación externa relevante para Chile pase desde un 4,6% en el 2010 a 2,3% en el 2011.

El Ministro de Hacienda indica que otra variable central en la determinación del escenario de mediano plazo es el gasto fiscal. Sobre el particular, informa que, próximamente, se enviará al Congreso la propuesta de Ley de Presupuesto del año 2011 y que, tal como se ha indicado en la prensa, en este proyecto, el gasto fiscal real correspondiente al año 2011 crecerá significativamente menos que el 9% de crecimiento real anunciado para el año 2010. Al respecto, puntualiza dos cosas. En primer lugar, señala que es posible que se revise a la baja la cifra de crecimiento esperado del gasto fiscal de este año. En segundo lugar, afirma que las especulaciones de prensa, que indican que el gasto fiscal crecería el próximo año a una tasa del 7% real, son infundadas. En este sentido, expresa que el programa de gasto apunta a un crecimiento del gasto público inferior a la tasa de expansión del PIB.



El señor Felipe Larraín enfatiza que una preocupación adicional es la dinámica de la actividad económica que se está observando. De hecho, menciona que el Imacec de julio volvió a sorprender al mercado al mostrar un aumento interanual de 7,1%. Sin embargo, hace presente que aún se enfrenta una muy baja base de comparación, aunque dicho efecto se comienza a diluir a partir de agosto y, en particular, la base será más exigente en el último trimestre del año. Sin perjuicio de aquello, estima que la incertidumbre internacional producida por las condiciones fiscales en algunos países europeos comienza, de alguna manera, a diluirse, aunque el problema aún persiste. En ese sentido, menciona que, en Estados Unidos, las cifras muestran un mercado laboral estancado y que los indicadores de actividad de los últimos meses han estado débiles tras una breve recuperación en los primeros meses del año. Con todo, expresa que la materialización de un escenario internacional adverso se ve más lejana que hace unos meses, en un contexto en que los países emergentes van ganando terreno en la escena mundial. No obstante, indica que en caso de verificarse dicho escenario, se pondría en riesgo la recuperación económica de Chile.

En este contexto, anticipa que el Ministerio de Hacienda buscará evitar efectos indeseables de las políticas bajo su control sobre variables como el tipo de cambio, la tasa de interés y la inflación. En este sentido, subraya que la rebaja del impuesto de timbres y estampillas ayudó a aliviar las presiones inflacionarias y generó un efecto concreto sobre las expectativas de inflación, lo que contribuyó a un proceso de normalización de la política monetaria ordenada y sin ajustes bruscos.

Para concluir, el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín destaca que, como Gobierno, se están realizando esfuerzos importantes para moderar el impulso fiscal, lo que permitirá mantener acotada la inflación, y que, por tanto, cree que lo más adecuado es continuar con el ajuste de la tasa de instancia, pero a una velocidad más moderada.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y, enseguida, da paso a la votación, cediendo la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

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

Señala, en primer término, que la situación económica externa sigue siendo incierta, pero que en el margen aparece con algo de mejores perspectivas que hace un mes. Destaca que en Europa, en particular, las noticias son más alentadoras, por cuanto ha habido revisiones al alza en las proyecciones, y que en Estados Unidos el pesimismo ha dado paso a una mayor moderación. Por cierto, advierte que estos estados de ánimo pueden cambiar dramáticamente con nuevas cifras, pero, a su juicio, se ve menos probable una nueva contracción.

En el ámbito interno, menciona que ya no constituye sorpresa el fuerte dinamismo de la actividad y el gasto interno. Además, recalca que las noticias en el mercado laboral siguen siendo auspiciosas, con una fuerte creación de empleos en un ambiente de salarios que crecen con moderación.

En materia de inflación, el señor Rodrigo Vergara indica que el registro de agosto fue menor que lo proyectado, y que las estimaciones del Banco para fin de año se corrigieron marginalmente a la baja en relación con el último IPoM. Agrega que la variación en doce meses del IPCX1, en tanto, sigue siendo negativa. En su opinión, la inflación puede tener ciertos rezagos, por lo que lo natural sería ver mayores presiones de precios en adelante. No obstante, plantea que no se pueden descartar efectos en la dirección opuesta, debido a la apreciación del peso, como tampoco menores presiones como resultado de una brecha del producto superior a la estimada.



El señor Rodrigo Vergara destaca que el tipo de cambio se ha apreciado en términos reales, lo que constituye un hecho relevante que no se debe soslayar. Añade que este se mantiene en los rangos que se consideran de equilibrio de largo plazo, pero, evidentemente, moviéndose hacia la parte inferior de dicho rango, estimando que la fortaleza de la economía en relación con el mundo desarrollado, el mayor precio del cobre y los mayores flujos, entre otras, son razones que estarían relacionadas con esta tendencia. Complementa, puntualizando que la apreciación reduce las presiones inflacionarias y que, en ese sentido, tiene implicancias sobre la política monetaria.

En opinión del Consejero señor Rodrigo Vergara, lo natural en esta oportunidad es seguir con el proceso de normalización de la política monetaria, tal como se ha hecho en los meses previos, como también le parece razonable seguir, por ahora, con el mismo ritmo anterior.

El señor Rodrigo Vergara destaca, a continuación, dos elementos. Por un lado, indica que en la medida que la TPM va subiendo, se aleja cada vez más de los niveles ultra expansivos a los que llegó. Al respecto, plantea que la tasa actual sigue siendo expansiva, pero algo menor, lo que lleva a pensar que cada vez se está más cerca del momento en que el ritmo de normalización se empieza a moderar. Por otro lado, hace presente que, evidentemente, no somos completamente autónomos de lo que sucede en el resto del mundo, y que todo parece indicar que las tasas de interés de los países desarrollados se mantendrán bajas por un buen tiempo, lo que podría asociarse también a tasas neutrales algo menores.

Señala que, tal como lo mencionó precedentemente, las circunstancias indican que lo razonable es seguir en esta ocasión con el proceso de normalización de la política monetaria, la que, reitera, sigue siendo expansiva. Más aún, cree que se debe mantener la señal en cuanto a que, en el escenario base, el proceso de normalización de la política monetaria continuará en los próximos meses, aunque a un ritmo que habrá que ir evaluando a la luz de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Rodrigo Vergara expresa que su voto es por subir la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 2,5%.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, en su opinión, hay tres o cuatro fenómenos que vale la pena tener en cuenta a la hora de evaluar el curso futuro de la política monetaria, que estima que no son determinantes para la decisión de hoy, pero sí son claves o pueden serlo para establecer su curso futuro.

Plantea que en el sector externo, las débiles perspectivas para la recuperación económica en los países desarrollados han continuado desde la última Reunión y que se percibe con mayor nitidez que el proceso de desendeudamiento en hogares y gobiernos tomará tiempo. Por otro lado, menciona que las señales en países en desarrollo han seguido siendo positivas, aunque en algunas economías ya se comienza a notar cierta desaceleración en el crecimiento en el margen. Hace presente que el escenario base con el cual se ha venido trabajando es, por ahora, uno donde los países en desarrollo siguen siendo capaces de mantener un dinamismo importante en los próximos trimestres. Agrega que este desacople es factible porque en muchos países la contracción en la inversión y el consumo fue muy significativa durante la crisis, por lo que hay espacio importante para su recuperación. Sin embargo, se abre, a su juicio, un escenario de incertidumbre importante hacia mediano plazo que, eventualmente, hay que considerar y monitorear.

En este contexto, manifiesta que la recuperación de los países en desarrollo ha estado acompañada de bajos registros de inflación, que es probable que reflejen el impacto del fortalecimiento de sus monedas. Destaca que este fenómeno también se está haciendo más evidente y es coherente con las señales de que los procesos de normalización de la política



monetaria en varios países están en un gradual proceso de finalización, junto con perspectivas de menores tasas en los países desarrollados.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, internamente, la actividad sigue mostrando un dinamismo importante. Sobre el particular, indica que el consumo de durables y la inversión en maquinarias y equipos siguen muy dinámicas, aunque la construcción permanece débil, y que las perspectivas de crecimiento en los próximos trimestres son auspiciosas. Enfatiza que si es clave en esta dinámica que se materialice el cambio en la composición de la demanda hacia la inversión en construcción y con un mayor impulso externo, subrayando que la rapidez de esta transición es central para las perspectivas futuras de demanda, inflación y política monetaria. Advierte que la mantención de un alto dinamismo del consumo durable representa un riesgo a monitorear, pero que dada su mayor respuesta a variaciones en la parte corta de la estructura de tasas que la inversión, resulta clave para mantener una demanda vigorosa hacia el mediano plazo que este último componente retome un ritmo de crecimiento importante, lo que todavía no se observa.

El señor Sebastián Claro continúa, manifestando que si bien el crédito ha seguido normalizándose, todavía se observa constreñido, tanto por mayores restricciones de los oferentes en algunos segmentos como por sectores donde la demanda se mantiene baja. Menciona que la tasa de crecimiento del M1 ha ido disminuyendo de manera importante, estando ya cerca del 20% nominal en doce meses, y que el crecimiento del M2 y M3 en doce meses se mantiene acotado, en torno al 6 y 7%. A su juicio, estas cifras muestran que el crédito ha comenzado a recuperar un ritmo de normalidad, sin dar muestras de un dinamismo excesivo que pudiera señalar la necesidad de apurar la normalización de la política monetaria, ya que las condiciones actuales parecen descartar esa opción. Agrega que en el mercado laboral continúa un dinamismo importante en la creación de empleo, con remuneraciones nominales creciendo en torno al 4% en doce meses, lo que parece coherente con expectativas de inflación bien comportadas, un crecimiento de la productividad acotada y una tasa de desempleo todavía alta.

En materia de inflación, indica que, en el corto plazo, los registros de inflación siguen sorprendiendo a la baja, citando que el dato de agosto fue menor al esperado. Al respecto, expresa que su interpretación de este fenómeno tiene tres partes. En primer lugar, plantea que los fundamentos sugieren que la inflación, especialmente su componente subyacente, debiera aumentar en los próximos meses, por lo que aun cuando los registros de inflación han sido bajos, la política monetaria debe considerar las perspectivas futuras de inflación, las que son más altas que las actuales. En segundo lugar, hace presente que, al mismo tiempo, muchos países en procesos de recuperación importante han mostrado registros de inflación bajos, lo que sugiere que el impacto de menores presiones inflacionarias externas, ya sea por baja inflación en dólares o por apreciaciones de sus monedas, es importante. Finalmente, indica que en la medida que estas condiciones continúen y que el peso siga en niveles similares a los actuales, la convergencia de la inflación podría ser algo más lenta que lo pronosticado, precisando que las últimas correcciones en las proyecciones de corto plazo son coherentes con aquello.

En opinión del señor Sebastián Claro, estas consideraciones no afectan la decisión de hoy, ya que todavía existe el espacio para llevar la tasa de política monetaria hacia un nivel con tasas reales ex-ante cercanas a cero, pero que sí muestran que la posibilidad de graduar el ritmo de normalización de la política monetaria en el corto plazo es alta.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por subir la tasa en 50 puntos base.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado, e indica que se llega a esta Reunión después de haber concluido muy recientemente la preparación y presentación de un nuevo IPoM, lo que sirve de base para la decisión que se debe tomar en esta ocasión.



El señor Enrique Marshall plantea que en el frente externo, la volatilidad en los mercados financieros no se ha reducido en forma apreciable y que los problemas estructurales que han estado en el origen de estas tensiones siguen presentes. Menciona que si bien las cifras de crecimiento, con marcadas diferencias entre regiones, siguen siendo relevantes, todo apunta a cierta desaceleración en el segundo semestre y en el curso del próximo año. Agrega que los precios de las materias primas permanecen en niveles elevados, pero que con la trayectoria anticipada para la actividad, la inflación a nivel mundial se visualiza baja y acotada. En su opinión, coherente con estos antecedentes, las tasas de largo plazo de los países industrializados se ubican en niveles muy bajos y que lo más probable es que permanezcan en dichos niveles por algún tiempo.

En el frente interno, destaca que la economía sigue mostrando un marcado dinamismo. Al respecto, indica que el último Imacec sorprendió nuevamente al alza y que el impulso proviene, principalmente, de la demanda interna, en que los sectores que exhiben una mayor fuerza son el comercio y los servicios en general, no así la industria y la construcción, que muestran rezagos. Coherente con lo anterior, comenta que el empleo crece en forma apreciable y que la tasa de desocupación disminuye. A su juicio, la demanda debería moderar su expansión en adelante, como ya lo sugieren las cifras más recientes, pero que, con todo, las proyecciones apuntan a que la economía mantendrá un ritmo de crecimiento vigoroso en los próximos trimestres. Añade que las condiciones crediticias se siguen normalizando y parecen brindar apoyo a la expansión de la demanda interna. Sin embargo, señala que persiste alguna incertidumbre sobre la evolución de la actividad en el mediano plazo, por lo que el riesgo de que adquiera una velocidad mayor que la visualizada está presente y debe ser monitoreado con atención.

En materia de inflación, el señor Enrique Marshall hace presente que los registros mensuales siguen afectados por factores puntuales y que la última cifra de inflación sorprendió a la baja, pero más allá de ello, sostiene que la inflación anual continúa aumentando de acuerdo con lo previsto y que las proyecciones sugieren que seguirá subiendo en los próximos meses y que se ubicará transitoriamente en la parte superior del rango meta, para luego converger al 3%.

Por el lado de costos, menciona que las presiones parecen bastante acotadas. Agrega que las remuneraciones se expanden moderadamente y que el tipo de cambio permanece afectado por fuerzas apreciativas, que se han intensificado en lo más reciente.

Destaca que la evolución del tipo de cambio constituye un factor de preocupación. Al respecto, manifiesta que si persisten las tendencias observadas, ello podría ubicar al Banco en un escenario distinto del proyectado, con implicancias para la política monetaria.

El señor Enrique Marshall prosigue, indicando que el mercado supone que el proceso de normalización continuará, esperando para esta Reunión un alza de 50 puntos base. En este contexto, estima que lo que corresponde es proseguir con la normalización contemplada en el último IPoM, por cuanto la TPM permanece aún a una distancia apreciable de la tasa neutral.

El Consejero aludido coincide con que las opciones plausibles son un alza de 25 puntos base y una de 50 puntos base. Sin embargo, considera que la opción de un alza de 50 puntos base es la más coherente con el diagnóstico y las señales se han entregado en el último tiempo y, particularmente, con el último Informe.

A su juicio, la opción de un alza de 25 puntos base tiene inconvenientes, ya que sorprendería al mercado y marcaría un cambio respecto de lo anunciado en el IPoM, en circunstancias que ha sido recién presentado. Además, estima que dejaría menos grados de



libertad para revisar el ritmo al cual debe proseguir la normalización de la política monetaria en las próximas reuniones, en función de los antecedentes que se acumulen.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Enrique Marshall vota por subir la TPM en 50 puntos base, para dejarla en 2,5%.

Prosiguiendo con la votación, el Vicepresidente señor Manuel Marfán agradece, como siempre, el análisis del *staff* que, en esta oportunidad, se beneficia también de la actualización del escenario base del reciente IPoM. Señala, asimismo, que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior, contenidos en el punto 2 de la Minuta de Opciones.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán coincide también con la Minuta antedicha, en que las noticias recientes no permiten hacer modificaciones respecto del escenario base del IPoM. Sin embargo, expresa que antes de la próxima RPM se sabrán las respuestas sobre el PIB potencial y el precio del cobre de largo plazo, además del proyecto de Ley de Presupuesto, que deberán ser relevantes para la trayectoria futura de la política monetaria. En ese sentido, agradece las palabras del Ministro de Hacienda por ser, obviamente, quien ha clarificado mucho la discusión pública que ha habido en este respecto.

Así también, manifiesta que hace suyo el párrafo 6 de la Minuta de Opciones, ya que da cuenta de eventuales riesgos de apartarse del escenario base del IPoM, riesgo que, a su juicio, es alto y, por lo tanto, es necesario monitorearlo de manera permanente. En particular, indica que el Banco no tiene antecedentes desde que ha llevado a cabo el tipo de política actual, de un escenario en el que las tasas de interés externas sean tan reducidas y en que se perciba que van a mantenerse reducidas por tanto tiempo, como es la situación actual. Sobre el particular, plantea que está por verse el eventual impacto que esto pueda tener en adelante, especialmente desviaciones de la trayectoria del tipo de cambio respecto del que se ha acordado en el IPoM. Enfatiza que también cree que es relevante seguir monitoreando las eventuales perspectivas del déficit de cuenta corriente a precios de tendencia que, como consecuencia del esfuerzo de reconstrucción posterior al terremoto, se percibe o proyecta que es, transitoriamente, mucho más elevado que lo normal. En su opinión, este es un aspecto que es relevante de seguir muy de cerca ahora, ya que se está en un proceso en que el resto del mundo está haciendo ajustes respecto de los desequilibrios globales, lo que pudiera tener, eventualmente, efectos en las restantes economías.

Sin embargo, y volviendo a lo manifestado en materia de riesgos, plantea que no hay elementos por ahora que hagan que el Consejo se aleje del escenario base del IPoM y, por lo tanto, expresa que el voto que es consistente con ello es el de elevar en 50 puntos base la tasa de política monetaria en esta ocasión.

Por todo lo anterior, el Vicepresidente señor Manuel Marfán vota por subir la TPM en 50 puntos base, para dejarla en 2,5%.

El Presidente señor José De Gregorio señala que el escenario base del último IPoM indica que la economía seguirá creciendo con dinamismo y que el consecuente cierre de brechas debiera ir agregando presiones inflacionarias que es necesario contener. Para ello, hace presente que el escenario base indica que se debiera continuar con la normalización de la tasa de política monetaria y que el ritmo y magnitud de los cambios debiera ir evolucionando de acuerdo con las noticias que se vayan recibiendo y cómo estas van delineando con mayor precisión la evolución de la actividad y precios, por lo que se deberá revisar las noticias más recientes.

En el ámbito externo, hace notar que pareciera que se podría estar enfrentando un panorama con algo mayor crecimiento, mencionando que es posible que Europa crezca este año y el próximo algo por sobre el 1% que, a pesar de ser bajo, sería algo más positivo que



estimaciones previas. En todo caso, plantea que aún persiste un importante nivel de incertidumbre y que los riesgos siguen sesgados a la baja.

En el ámbito interno, destaca que el vigor de la actividad interna continúa. Por otra parte, indica que el último registro de inflación fue algo menor que lo esperado y que el origen de la sorpresa fue fundamentalmente aquella relacionada con la estacionalidad del vestuario, por lo que ello no es una desviación significativa de las proyecciones del IPoM, tal como se señaló cuando se conoció dicha cifra, en conjunto con la presentación del Informe. Asimismo, sostiene que la convergencia de los indicadores subyacentes iría algo más lenta. Por lo tanto, manifiesta que se podría estar configurando un escenario con inflaciones algo más contenidas y con algo más de crecimiento. Precisa que a ello se le debe agregar la apreciación del peso, que supera el 3% desde la última RPM que, de persistir, debiera contribuir a la contención de la inflación y, por lo tanto, debiera ser considerada en las decisiones de política monetaria.

En suma, el Presidente señor José De Gregorio expresa que se podría decir que, en términos generales, los riesgos respecto del escenario base se estarían desplazando en la dirección de más crecimiento y de un tipo de cambio más apreciado. A su juicio, ambas novedades apuntan en distintas direcciones en cuanto a las perspectivas inflacionarias y, por ello, no debiera cambiar sustantivamente el escenario de normalización de la TPM. Enfatiza que ello es particularmente relevante si se considera que la tasa es aún muy baja y que aún es negativa en términos reales, y que, además, es de las más bajas entre las economías emergentes.

En relación con los diferenciales de tasa respecto al resto del mundo, menciona que si bien han aumentado, aún están a niveles normales y muy por debajo de los máximos históricos que se han tenido en muchos otros episodios. Agrega que, obviamente, las implicancias de política monetaria serían muy distintas si hoy día se estuviera con una tasa más alineada con sus niveles neutrales.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio manifiesta que le parece prudente continuar con una alza de la TPM de 50 puntos base y que el comunicado indique que el ritmo de normalización continuará a un ritmo y magnitud que dependerá del flujo de datos que se vaya recibiendo. Hace presente que también es importante que se despeje cualquier duda respecto de que este ritmo continuará mecánicamente, así como lo es evitar la interpretación que el Banco Central de Chile está preparando el terreno para un desvío de esta estrategia, pues podría forzarlo a ir quedando retrasado en el necesario proceso de retiro del estímulo monetario.

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

160-01-100916 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 2,50% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 2,50% anual.



En el ámbito externo, se ha mantenido la volatilidad en los mercados financieros y la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación de la actividad mundial. Los precios de los productos básicos continúan en niveles altos.

En el plano interno, la información de actividad y demanda es la misma que estaba disponible al cierre del Informe de Política Monetaria de septiembre. En agosto, el IPC tuvo una variación algo menor a la esperada por el mercado, mientras que las diferentes medidas de inflación subyacente se mantuvieron contenidas. Las expectativas privadas consideran que la inflación anual se ubicará en torno a 3% hacia fines del horizonte de política. El peso se ha apreciado.

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

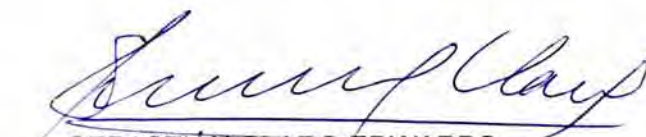
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:15 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente




SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe





BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

Asiste el Ministro de Hacienda, don Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también los señores:

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

161-01-101014 – Tasa de Política Monetaria

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

Comunicado

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

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

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

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



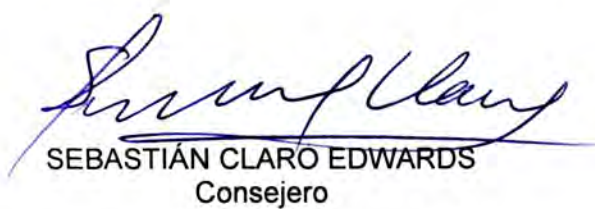
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:45 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe





BANCO CENTRAL DE CHILE

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

En Santiago de Chile, a 16 de noviembre de 2010, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asisten los señores:

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

El Presidente señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 162, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de mayo de 2011, para el día 12 de ese mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

El señor Presidente agradece la exposición del señor Sergio Lehmann y no habiendo más comentarios, da paso a la presentación del escenario interno, a cargo del Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto inicia su presentación, destacando que la actividad real continúa vigorosa y que, en septiembre, creció 6,5% en doce meses, bastante en línea con lo que el Banco había anticipado. En términos sectoriales, indica que la industria ha tendido a estancarse en los últimos meses y que, de hecho, ha estado algo por debajo de lo anticipado, lo cual resulta contradictorio con el dinamismo también bastante elevado que exhiben las exportaciones industriales. Agrega que el sector comercio también ha estado empujando la actividad de manera significativa y que después del fenómeno de abultamiento, esto es, de un rápido incremento de las ventas con posterioridad al terremoto, que coincidió con el Mundial de Fútbol, que fue seguido de una cierta caída, se observa un nuevo impulso generalizado al alza, liderado principalmente por los bienes durables.

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Siendo las 16:00 horas, el Presidente señor José De Gregorio reanuda la sesión y concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera para que presente las Opciones de Política Monetaria para la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera comienza su intervención, destacando los principales antecedentes acumulados desde la última RPM.

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Ministerio de Hacienda procura evitar efectos indeseables de la política económica sobre variables como el tipo de cambio, la tasa de interés y la inflación. En este contexto, creemos que lo más adecuado es continuar con un proceso gradual de normalización de la política monetaria para evitar en el futuro ajustes bruscos en la tasa de interés que signifiquen un freno importante a la actividad."

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

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

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

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

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

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

162-01-101116 – Tasa de Política Monetaria

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

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,0% anual.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

En el plano interno, las cifras de actividad y demanda muestran un crecimiento robusto de la economía, en línea con el escenario previsto en el Informe de Política Monetaria de septiembre. La inflación ha evolucionado algo por debajo de lo esperado, ante una menor inflación de los bienes transables, pero las expectativas privadas se mantienen alineadas en torno a 3% dentro del horizonte relevante para la política monetaria. Con respecto al dólar, el peso se ubica en un nivel similar al de la última reunión.

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

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



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



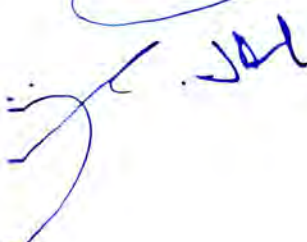
ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero





BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 163 celebrada el día jueves 16 de diciembre de 2010

En Santiago de Chile, a 16 de diciembre de 2010, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también los señores:

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

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 163, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de junio de 2011 para el día 14 de ese mes.



Informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín solo asistirá al análisis de las opciones de la presente Sesión, que se tratará en la tarde.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio da paso a la presentación del escenario externo, a cargo del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM). Señala, en primer término, que los indicadores de actividad han mejorado en las economías desarrolladas y emergentes, pero que las cifras del mercado laboral, particularmente las de Estados Unidos, han sido algo menos positivas, moderando el optimismo.

En segundo lugar, indica que las tasas de interés de largo plazo han aumentado de manera importante. Precisa que a ello han contribuido las tasas de interés en dólares; los indicadores de actividad, que fueron leídos positivamente; y el anuncio de parte de Estados Unidos de extender los recortes tributarios y los beneficios extraordinarios de desempleo, que, además de dar un impulso a la demanda, conlleva una mayor emisión de bonos.

A título de tercer desarrollo relevante, menciona que la Zona Euro logró un acuerdo para el rescate de Irlanda, atenuando la incertidumbre que, en algún momento, tendió a magnificarse. No obstante, hace presente que se mantiene el riesgo de contagio de algunas economías periféricas de importancia sistémica, particularmente de España y Portugal.

Además, informa que las economías emergentes se han desacelerado, en línea con la convergencia hacia niveles de tendencia. Agrega que se vislumbran presiones inflacionarias en algunas economías, explicadas fundamentalmente por los precios de alimentos, llevando a aquellas que se encuentran más comprometidas a adoptar medidas restrictivas, no necesariamente vinculadas a tasas de política monetaria (TPM).

Comenta, asimismo, que se ha moderado el ritmo de normalización de las TPM, de acuerdo con lo anticipado.

Finalmente, a modo de último hecho relevante, destaca que los precios de las materias primas han continuado aumentando, en especial el cobre, que en las semanas recientes ha superado los US\$4 la libra. Detalla que los factores detrás de este aumento se relacionan con la depreciación del dólar de los últimos días y la estrechez de los mercados físicos.

El señor Sergio Lehmann prosigue, señalando que en materia de actividad, la producción industrial presenta movimientos mixtos a nivel global, mientras que los PMI tienden a aumentar. Especial mención hace del caso de China, que se observa muy dinámica en los últimos meses, y de Asia emergente, que registra alguna reversión marginal en igual período. En cuanto a las economías desarrolladas, en tanto, indica que los datos son bastante planos, situación que se repite en América Latina.

En relación con los PMI, agrupados por economías avanzadas y emergentes, y ponderando cada economía de acuerdo con su peso a PPP, menciona que el PMI de las primeras experimentó un ligero aumento en la punta, lo cual ha sido leído positivamente y ha estado asociado a una lectura más favorable respecto de la actividad. En el caso de las economías emergentes, en tanto, informa que también se han advertido algunos aumentos en los últimos meses. Al respecto, hace el alcance que, en ambos casos, los PMI están pivoteados en 50, por lo que se puede afirmar que los indicadores están dando cuenta de una expansión desde hace más de un año, particularmente en lo que se refiere a la percepción de los gerentes de compras de las empresas.



Con relación al empleo, manifiesta que la creación de empleos se ha mantenido moderada. Especifica que en el caso de las economías avanzadas, el empleo se observa bastante plano y la creación de empleos muy reducida, lo que también es un reflejo de lo que acontece en Estados Unidos. Por el contrario, señala que el mercado laboral en las economías emergentes se ha mostrado más dinámico, con algunos meses muy vigorosos, que han dado paso a cierta moderación últimamente, en línea con la idea de ir convergiendo hacia niveles más sostenibles.

A continuación, el señor Sergio Lehmann hace presente que la confianza de los consumidores se ha mantenido plana. Precisa que en las economías avanzadas no solo se observan niveles más deprimidos que en las emergentes durante un período relativamente prolongado, sino que también con respecto a los registros del año 2007, por citar un ejemplo.

Respecto de la riqueza de los hogares norteamericanos, plantea que la información actualizada del tercer trimestre da cuenta de una cierta mejora, asociada, fundamentalmente, a precios de activos que han tendido a mejorar y pasivos que han tendido a bajar. En otras palabras, afirma que ha habido un desapalancamiento de parte de las familias en Estados Unidos. Detalla que por el lado del componente de activos, los bursátiles han mostrado una contribución sistemática durante los últimos tres o cuatro trimestres, mientras que el aporte de los activos inmobiliarios ha sido bastante marginal y, de hecho, negativo en el último trimestre. Indica que a ello se suma que los pasivos han registrado una tasa de crecimiento negativa, lo cual ha llevado a mejorar la riqueza neta de las familias, aunque de manera bastante marginal.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, mencionando que la inflación sigue contenida en las economías desarrolladas; plana, de hecho, en el caso de Estados Unidos; en torno a cero y negativa en gran parte de los últimos meses en Japón; mientras que en la Zona Euro se observa una ligera tendencia al alza. En cuanto a los niveles de inflación subyacente, hace notar que se ven bastante planos en la Zona Euro, cayendo en Estados Unidos y claramente negativos en Japón. Respecto de la inflación en las economías emergentes, en tanto, señala que se aprecian algunas alzas, particularmente en Europa emergente, y aumentos más tenues en América Latina y Asia emergente. Agrega que en estas economías, el IPC subyacente exhibe una tendencia similar al IPC.

En relación con el ritmo de normalización de las TPM, el señor Sergio Lehmann reitera que se ha observado una cierta moderación en los movimientos, dentro de lo esperado; que un reducido número de economías ha aumentado sus tasas, y que la mayoría ha tendido a detener sus procesos de normalización. Añade que las TPM de economías emergentes convergerían, en general, hacia niveles menores en el mediano plazo, en especial en América Latina; que una situación parecida, tal vez algo más tenue, se espera para Europa emergente; mientras que para Asia y Oceanía no se anticipan cambios.

En el caso de las economías desarrolladas, es decir, la Zona Euro y Estados Unidos, comenta que el proceso de alzas se desplaza y sería algo más acelerado hacia el término del próximo año.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si es posible separar cuánto de ello puede atribuirse a inflación y cuánto a tasa real, ya que, en su opinión, la implicancia macro no es la misma. El señor Sergio Lehmann responde que sí es posible efectuar esa separación.

El Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación, indicando que las primas del mercado monetario, representadas por el *spread* Libor – OIS, se han mantenido planas en Estados Unidos, mientras que en Europa tendieron a aumentar de manera importante. Explica que si bien ello ha estado muy asociado a las turbulencias de algunas



economías de la periferia europea, destaca que tras el anuncio de parte del Banco Central Europeo (BCE) sobre la extensión de las medidas extraordinarias, se observa una respuesta positiva de parte del *spread* a 12 meses, en particular, ya que los *spreads* a 6 meses y 3 meses no han registrado mayor variación.

En materia de tasas de interés, el señor Sergio Lehmann recalca que las tasas largas se han elevado de manera importante en las economías desarrolladas. Sobre el particular, precisa que después de la última RPM, el aumento en Estados Unidos y Alemania ha sido muy significativo, cercano a 60 puntos base y superior a 40 puntos base, respectivamente. Añade que las tasas a 2 años también han aumentado, pero en forma bastante más moderada, en línea con la percepción de que la situación de provisión de liquidez sería de carácter extraordinaria y que las tasas de interés se mantendrán bajas durante un tiempo. Agrega que en Japón, en tanto, si bien las tasas a 10 años también han experimentado un alza, su nivel es inferior comparado con el de las restantes economías desarrolladas.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que siempre se ha señalado que los estímulos fiscales actuales llevarán a un alza de las tasas largas. Consulta, al respecto, cómo se puede distinguir si ello responde a perspectivas de un eventual estímulo fiscal o si es el resultado de una decisión fiscal en tal sentido.

El Gerente de Análisis Internacional responde que, en su opinión, los componentes que ha mencionado serían los que están detrás del aumento de tasas. Manifiesta que, por ahora, no se puede distinguir exactamente qué es lo que está gatillando dicho aumento. Comenta que el recorte de impuestos y la extensión de los subsidios al desempleo representan alrededor de US\$800 billones por dos años, monto muy relevante y comprable, de hecho, con el QE2, parte del cual probablemente fue anticipado por el mercado; y que podría haber una mayor emisión de bonos ante esta política para financiar de manera extraordinaria ese mayor gasto, o ese ingreso que no se va a percibir. Además, hace notar que se tiene, simultáneamente, un escenario de mayor actividad y, por lo tanto, una eventual alza de la TPM algo más acelerada, en especial, hacia el año 2011 ó 2012.

En materia de compensación inflacionaria de largo plazo, que a juicio del señor Sergio Lehmann también podría haber estado detrás de este aumento de tasas, informa que su comportamiento ha sido bastante plano. Sobre el particular, cita los hitos relevantes que explican el movimiento de tasas durante los últimos seis meses. En primer término, *Jackson Hole*, que llevó a una caída de las tasas a 10 años y a una posterior reversión, en especial después de la reunión de la Reserva Federal (FED) en que se confirmó el QE2, así como también un aumento importante en las últimas dos o tres semanas, tras el anuncio de la extensión de los recortes de impuestos. Reitera que esto ocurrió con la tasa nominal a 10 años y en una magnitud no muy distinta con la tasa real a igual plazo. De hecho, menciona que la lectura de los últimos datos de la compensación inflacionaria da cuenta que la compensación inflacionaria total muestra un ligero aumento, pero mirada a partir de las curvas *forward* de 5 a 10 años, aparece bastante estable y con ciertos vaivenes tras los aumentos significativos que registró como consecuencia del anuncio de QE2 en *Jackson Hole*.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, señalando que las monedas tendieron a depreciarse en las economías desarrolladas con respecto del dólar; que las monedas emergentes mostraron movimientos mixtos, con alguna apreciación en América Latina y un predominio de apreciaciones en Europa, muy marcado por los movimientos de la moneda rusa; y alguna depreciación en el caso de Asia emergente.



Indica que si se revisa país por país, se observa que han prevalecido las apreciaciones de las monedas de aquellos que son exportadores de *commodities*, como es el caso del rand sudafricano, el peso chileno, el dólar canadiense, el rublo ruso y también del dólar australiano. Agrega que en Asia también se advierten algunas apreciaciones en el margen, como en Indonesia y Malasia, y respecto de Europa emergente, reitera que más bien está dominada por el movimiento del rublo ruso.

En relación con los mercados bursátiles, destaca que si bien han presentado vaivenes, se recuperan en el margen, en especial América Latina y Europa emergente.

En materia de bonos, el señor Sergio Lehmann hace presente que ya se ha recogido información del cuarto trimestre, la que da cuenta de que las economías emergentes han estado emitiendo bonos de manera importante. Detalla que tras un inicio del año 2009 bastante deprimido, aumentaron sus emisiones, en coherencia también con los *spreads*, que tendieron a bajar. Añade que en el margen se aprecia una caída, pero que si se compara su nivel actual con la serie histórica, este refleja claramente un dinamismo significativo.

Indica que, en línea con estas mayores emisiones, los premios por riesgo han registrado bastante estabilidad y algunos aumentos marginales en las últimas semanas, pero con alguna reversión en los últimos días. Agrega que los premios corporativos, en tanto, se han mantenido bastante estables y muestran una caída en el margen.

Menciona, asimismo, que la volatilidad de los mercados bursátiles ha retrocedido parcialmente, particularmente en el caso de los europeos. Al respecto, destaca que se registró un aumento significativo, producto de las turbulencias asociadas a Irlanda, que tendió a retroceder tras las medidas adoptadas por el BCE.

El señor Sergio Lehmann hace presente, además, que los premios por riesgo corporativo han tendido a caer en el margen. Sobre el particular, hace especial mención de la situación de Grecia, cuyo *spread* se ha mantenido elevado, entre 800 y 900 puntos base; del *spread* de Irlanda, que subió de manera significativa y después tendió a caer; y del *spread* de Portugal, cuya situación si bien es parecida, se ha mantenido en un nivel relativamente alto. Subraya que lo mismo se observa en el caso de los *CDS spread* soberanos a 5 años y los *CDS* de algunos bancos, particularmente de Irlanda, como el *Bank of Ireland* y el *Allied Irish Banks*.

El señor Sergio Lehmann hace referencia, a continuación, a los principales indicadores de Irlanda, en particular el déficit fiscal, que ha aumentado de manera importante, producto del salvataje a su sistema bancario. Agrega que los principales elementos de incertidumbre de los últimos dos a tres meses se asocian al movimiento de los *spreads* en las economías de la periferia europea; al rescate del *Anglo Irish Bank* a fines de septiembre de este año, que elevó el déficit fiscal a 32% del PIB; a la propuesta alemana de participación de privados sobre el costo de los incumplimientos de la deuda, y una posterior señal en sentido opuesto; y a la solicitud de alrededor de 80 ó 90 billones de euros a la Unión Europea y al Fondo Monetario para el rescate de Irlanda. Señala, además, que cabe recordar los datos de España, Portugal e Italia, que dan cuenta también de déficits fiscales elevados y una tendencia a moderarlos hacia el bienio 2011 – 2012. No obstante, reitera que los *CDS spread* a 5 años, particularmente para un grupo relevante de economías, se han mantenido altos, mientras que los movimientos para otras economías importantes de Europa, como Italia, ha sido bastante marginal.

En relación con los bonos periféricos, hace presente que Alemania es la principal tenedora de estos instrumentos, representando ellos el 15% de su PIB, seguida por Francia y el Reino Unido.



El Consejero señor Sebastián Claro pregunta por la razón de no incluir al BCE entre los tenedores de bonos periféricos, ya que entiende que posee alrededor del 15% de la deuda griega, irlandesa y portuguesa, y si acaso está implícitamente considerado en la participación que tiene Alemania en dicho organismo o si solo se ha querido informar la tenencia de la banca alemana de bonos de estos países.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera explica que el foco de la información expuesta es observar los mecanismos de contagio hacia los bancos comerciales. Aclara, además, que efectivamente, se ha querido informar la tenencia de la banca alemana de bonos de estos países.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán refiriéndose al gráfico sobre los *CDS spread* a 5 años de los bancos, hace notar que está muy afectado por los puntos altos. Estima que con el objeto de facilitar una lectura correcta de los datos, se debiera contar con gráficos separados para los bancos cuyos *CDS spreads* son más reducidos y para aquellos que registran primas más altas y, en especial, para aquellos que tienen presencia en Chile.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación, reiterando que el BCE retomó la compra de deuda soberana de países de la periferia europea de manera sostenida durante las últimas dos semanas.

Respecto de los *commodities*, destaca las alzas generalizadas en los precios, particularmente el caso del cobre, cuya alza alcanza a 10%, aproximadamente, así como el del trigo, que también ha tenido un movimiento importante, en torno a 15 –18%.

Menciona que, en una perspectiva histórica, desde el 2008 a la fecha, sobresalen el aumento del precio del cobre en el último mes, el movimiento de algunos granos, en especial el del maíz, y el alza significativa del precio del trigo durante la última segunda mitad del presente año. No obstante, subraya que los niveles actuales de precios todavía están bastante por debajo de los niveles alcanzados a inicios del 2008, particularmente en el caso del arroz y el trigo.

Para finalizar, agrega que los precios de algunos otros *commodities* también han experimentado alzas importantes, como los vinculados a alimentos o bienes agrícolas, en especial los lácteos y la carne, que ya están alcanzando niveles parecidos a los observados en el año 2008, así como también el algodón, particularmente durante los últimos dos o tres meses.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que le llama mucho la atención la evolución de los precios de ciertos activos financieros, tanto en Europa como en Estados Unidos. Señala que el comportamiento de las tasas nominales y reales en Estados Unidos le parece bastante notorio, ya que después de un período de mucha turbulencia, se observa cierta calma en los premios por riesgo en la última semana.

En su opinión, ello tiene dos lecturas que compiten entre sí de cierta manera, generándole un grado de incertidumbre. Indica que la primera de ellas da cuenta que los problemas se han ido superando, pero, al mismo tiempo, que muchos de los cambios que explican esta mejora han estado muy asociados a decisiones de política, en particular del BCE, que anunció la extensión de sus líneas, retomó la compra de bonos, como también de Estados Unidos, como resultado del programa fiscal, que respondió en cierta medida a una demanda manifestada por el Presidente de la Reserva Federal señor Ben Bernanke en el sentido de tener un impulso fiscal y un programa creíble en el mediano plazo. Señala, entonces, que, en



definitiva, no queda claro si esto corresponde a la postergación de un ajuste o si efectivamente hubo una sobrerreacción de precios de activos financieros.

Indica que, a su juicio, ello significa que aun cuando el escenario base con que el Banco está trabajando está construido sobre la base de los datos de *Consensus Forecasts* que, en general, son benignos, tiene serias dudas si estas mejoras en el margen en los precios están reflejando, efectivamente, un escenario de una recuperación más sostenida y más sostenible, o si es una reacción a determinadas políticas que, en el fondo, están retrasando la recuperación y pueden impactar la evaluación que se tenga de los meses venideros.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace presente que, de acuerdo con el *Financial Times*, Bélgica está empezando a contagiarse, y solicita que se verifique esta noticia. Agrega que otro titular informa que España podría volver a tener un *outlook* negativo, después de que se redujo su calificación.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que es evidente que se mantiene un cierto escenario de riesgo, y que también hay ciertas fuerzas que impiden que ese escenario se revierta completamente. Menciona que las tasas de interés siguen bajas, que la inflación está bastante acotada y que ello no va a cambiar radicalmente en el corto plazo, porque el mundo está distribuyendo la forma como se pagará esta cuantiosa cuenta, manteniendo las tensiones. Agrega que se van a observar turbulencias, que los mercados están solicitando a España un mayor ajuste y que también podrían requerir de Bélgica que acuerde un cierto ajuste. En todo caso, expresa que ninguna de las turbulencias observadas ha conducido a una modificación sustancial de este escenario, que si bien no es excelente, no es tan negativo para Chile.

El Presidente señor José De Gregorio señala que hay un escenario central en que destaca un crecimiento mediocre, con un cierre de brechas en las economías desarrolladas extremadamente lenta, de *deleverage* en Estados Unidos y un problema en Europa, porque si no acuerda un ajuste de deuda, le va a tomar mucho tiempo en poder pagarla. Expresa que, a su juicio, todo ello, más la ausencia de novedades, es la base de un mal escenario. Agrega creer que los precios de los activos tienen que ver con fundamentales y que tienden a sobrerreaccionar a la baja ante noticias negativas de no mayor significancia.

En su opinión, el escenario de los próximos meses va a ser uno en que algunas otras economías van a registrar problemas serios. Manifiesta que se está saliendo de un escenario de suficientes complicaciones, que se ha demostrado que se cuenta con cierta capacidad de resistencia, por lo que si bien se observarán algunas tensiones y turbulencias, es preciso destacar que ese escenario central no puede ser calificado de catastrófico.

El Gerente de División Operaciones Financieras plantea que si el recorte de impuestos es relativamente similar al QE2, entonces, en términos de tasas, debieran anularse ambos efectos. Indica que si se comparan las actuales tasas con las observadas antes en *Jackson Hole*, hoy están más altas, por lo que se podría afirmar que, efectivamente, hay muchos datos positivos en la economía norteamericana, excepto un dato de empleo que fue negativo. Dado eso, es de opinión que se puede tener la hipótesis de que Estados Unidos se está recuperando, aunque lentamente, por cuanto las tasas ya están en niveles similares o algo más altas que antes del discurso del Presidente de la Reserva Federal. Hace presente que a ello se agrega que la Bolsa rompió el nivel 1220 del S&P, que era un techo importante, lo que también resulta ser auspicioso. No obstante, manifiesta que para que esta ecuación calce, se debería observar una apreciación del dólar, lo que no ha ocurrido, pudiendo dar paso a cierto grado de preocupación con respecto a los déficits y a los desequilibrios de este país.



El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera destaca que la FED, en su reunión realizada días atrás, modificó algunos adjetivos, dando una sensación más positiva. A título ejemplar, menciona que en vez de decir "crecimiento lento", se refirió a "crecimiento insuficiente para absorber el desempleo". De esta forma, mantuvo los fundamentos de la política, pero con una sensación algo más positiva, con todos los riesgos que ello sigue involucrando, que cambian semana a semana.

El Vicepresidente manifiesta que, a su juicio, el escenario base es mediocre, pero no catastrófico, y que debe evaluarse la probabilidad de que exista un escenario negativo. Agrega que si bien el escenario europeo no ha variado sustancialmente respecto de la RPM anterior, tampoco es tranquilizador.

En cuanto a Estados Unidos, en cambio, coincide con que ha habido información algo más positiva y que, dado los desequilibrios de esa economía, cree que un tipo de cambio más depreciado constituye una buena noticia, porque tiende a corregir el desequilibrio de sus fundamentales. Estima que el escenario de riesgo más complejo es uno en el cual pudiera aumentar de manera relevante el riesgo de la deuda del Tesoro. Para concluir, manifiesta que las decisiones de política fiscal que se adoptaron el último mes sí aumentarían las dudas respecto de la sostenibilidad de la política fiscal en ese país.

El Presidente señor José De Gregorio, refiriéndose al tema cambiario en el mundo, destaca que el tipo de cambio de Estados Unidos está en torno a los niveles más depreciados de los últimos 40 años, que su mínimo lo alcanzó alrededor de un año atrás, y que el último trienio resulta ser el más depreciado de los 50 ó 60 años. Agrega la importancia de monitorear esta situación, ya que tiene relación con las tendencias que las monedas puedan comenzar a exhibir.

No habiendo más comentarios, el señor Presidente señor José De Gregorio da paso a la presentación del escenario interno, a cargo del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto da inicio a su presentación, señalando que el Imacec de octubre, de 4,8%, sorprendió a la baja tanto al Banco como al mercado. Indica que este resultado se explica, en parte, por el sector de recursos naturales, en especial la minería, como también por un cierto retroceso en el margen de algunos sectores ligados a la demanda. Al respecto, menciona que, de acuerdo con la evaluación de esa Gerencia, ello tiene un carácter más bien transitorio.

A nivel sectorial, hace presente que se observa bastante heterogeneidad, con sectores de oferta muy débiles y otros ligados a la inversión que sí están repuntando algo más en el margen. Indica que la industria ha estado más bien plana desde la recuperación que registró con posterioridad al terremoto y luego que los inventarios repuntaran después de la crisis, y agrega que si bien los datos de las exportaciones reales de noviembre dan cuenta de una leve caída, los antecedentes disponibles respecto de las primeras semanas de diciembre revelan que podrían volver a repuntar.

En cuanto al comercio, informa que mostró cierta debilidad en el margen, en especial la parte mayorista, y que el consumo de durables sigue bastante dinámico en el margen, no así el consumo de no durables, que registró una cierta atenuación. Al respecto, hace notar una pequeña inconsistencia que se advierte entre distintas fuentes de datos, por cuanto unas muestran una caída en las ventas de automóviles y otras, un aumento adicional. En todo caso, menciona que el leve retroceso del comercio en octubre era relativamente esperable, dado el dinamismo que había mostrado en septiembre, estimándose que solo será de carácter transitorio.



En relación con el sector construcción, señala que los indicadores son mixtos. Detalla que el cemento ha experimentado oscilaciones y vuelve a caer en la punta; que las ventas reales de materiales han aumentado en el margen; que el empleo en el sector crece con fuerza; y que se comienza a observar un quiebre de tendencia en los permisos de edificación. Respecto de estos últimos, aclara que se construyen como un promedio móvil bastante extenso y que por esta razón se observa ahora un quiebre en la tendencia. Añade que este indicador debiera aumentar sistemáticamente en el tiempo, llevando, a su vez, a que el indicador líder que utiliza Cuentas Nacionales para hacer la estadística de este sector también comience a repuntar. Por otra parte, indica que las ventas de viviendas continúan muy dinámicas y que los meses para agotar *stocks* están en niveles reducidos comparados con la historia más reciente, lo cual da cuenta también de perspectivas que son auspiciosas para este sector.

El señor Claudio Soto destaca, a continuación, que las importaciones que, de alguna manera permiten ir calibrando el comportamiento de la demanda en el margen, han seguido creciendo con vigor. Agrega que si bien el dato del comercio del mes de octubre reflejó un cierto retroceso, las importaciones reales volvieron a crecer en noviembre, no existiendo, en consecuencia, evidencia clara de un freno por el lado del consumo o de la demanda en el margen.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que el tipo de cambio de unos meses atrás incide, de alguna manera, en este dinamismo. El señor Claudio Soto acota que la incidencia no sería significativa, por cuanto el impacto no se refleja tan rápidamente. Subraya que las importaciones de automóviles crecieron con mucha fuerza en noviembre y que ello sí podría estar asociado al tipo de cambio.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si se han ofrecido muchos descuentos en las ventas de automóviles. El señor Claudio Soto responde que se observan muchos descuentos, principalmente bonos y rebajas asociadas a condiciones de financiamiento especiales. En todo caso, destaca que ello es anecdótico.

Al continuar, el señor Claudio Soto comenta que si bien las importaciones experimentaron un repunte muy significativo de noviembre, este se contrapone en cierto grado con el retroceso que exhibe el indicador de expectativas, sobre todo en lo relativo a la percepción de compras de durables. Sobre el particular, hace el alcance que aun cuando la encuesta no incluye una pregunta relacionada con automóviles, sino que solamente respecto de artículos para el hogar, esta última, que se puede asociar a durables, retrocede en el margen. Concluye, en consecuencia, que hay una cierta evidencia mixta y que el dato más definitivo sería el relativo a importaciones.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta si el IPEC disminuyó, en promedio. El señor Claudio Soto señala que cayó, empujado significativamente por la percepción respecto de las compras de artículos para el hogar. En todo caso, destaca que el IPEC es positivo en términos de *stock*.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si los datos de ventas de automóviles incluyen solo los de uso personal o también incorporan las camionetas de uso industrial. El señor Claudio Soto responde que incorpora automóviles, camionetas y camiones.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan pregunta si hay alguna forma de tener una aproximación del *stock* o inventarios de automóviles, porque se ha discutido que su recuperación habría sido algo más rápida que lo que se esperaba hace seis meses. El señor Claudio Soto precisa que hay medidas del parque automotriz y que este dato se puede obtener también de las patentes que otorgan las municipalidades.



El señor Claudio Soto continúa, indicando que, atendidos los antecedentes expuestos, se están corrigiendo las proyecciones para el cierre de año. Al respecto, manifiesta que el presente año finalizaría con un crecimiento de 5,2%, que es menor que el 5,4% contemplado en el último Informe de política Monetaria (ICOM), y subraya que la corrección más relevante proviene de los sectores de recursos naturales, que caen desde el 6,7% considerado en ese Informe, hasta un 2%, por una revisión de las cifras históricas del primer y tercer trimestre que realizó Cuentas Nacionales, y por la proyección para el cuarto, que se modifica a la baja por minería.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta por la historia detrás de EGA.

El señor Claudio Soto explica que para medir el valor agregado había que imputar un precio de referencia, que el costo de importación del gas se corrigió al alza y, por ende, el valor agregado cayó.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña complementa lo expresado por el señor Claudio Soto, señalando que en EGA, el ajuste principal para el primer semestre y, en general, para el año, correspondió a una reevaluación del comportamiento del año hidrico, por cuanto, inicialmente, y de acuerdo con los planes del CDEC, se asumió que sería un año bastante normal y, finalmente, terminó siendo un año seco, por la hidrología y los deshielos. Agrega que este cambio de escenario implicó una revisión de alrededor de diez puntos para el primer semestre.

El señor Claudio Soto prosigue, mencionando que también se está considerando un efecto relevante en la parte de minería, derivado del paro de Collahuasi, que se extendió poco menos de un mes. Hace presente que se está suponiendo que su efecto alcanzará al 70% de la producción mensual de esa importante empresa minera, que no se recupera en diciembre, por lo que ello afectará las cifras del cuarto trimestre.

De todas maneras, destaca que el nivel del PIB Resto es superior al considerado en el IPoM; que el crecimiento del cuarto trimestre sería de 5,9%, comparado con el 5,7% contemplado en el Informe de septiembre; y que el año 2010 se corrige también desde 4,7 hasta 5%.

Asimismo, y respondiendo una consulta del Consejero señor Rodrigo Vergara, el señor Claudio Soto informa que los derechos de importación crecerían 22,9% en el 2010, dada la dinámica que presenta este sector, y que su contribución al PIB será muy significativa este año.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que, para efectos de brechas y presiones inflacionarias, entre otros, lo que interesa es el PIB a costo de factores, que estaría creciendo bajo el 5%.

El señor Claudio Soto explica que, metodológicamente, siempre se ha tenido una medida de PIB Resto a precios de mercado, y enfatiza que ello ha sido históricamente así. Agrega que la idea ha sido tener una medida de costo laboral unitario también, que ajusta por productividad, que considere precios finales, y que ello no había constituido, hasta ahora ningún problema, porque no se habían registrado grandes variaciones en el IVA y en los derechos de importación. Enfatiza que este año, en cambio, sí se ve que hace una diferencia relevante el tener costos de factores o precios de mercado, no obstante lo cual reitera que, metodológicamente, siempre se ha tenido una medida a precios de mercado.



El señor Claudio Soto continúa, haciendo presente que la proyección para la demanda interna no se modifica como un todo, sino que solo se están corrigiendo el consumo privado al alza y algo a la baja la parte correspondiente a inversión. Indica que esta última obedece, fundamentalmente, a la dinámica de ajuste de maquinarias y equipos en el tercer y cuarto trimestre, que fue más significativa que lo anticipado, porque se supuso que en el cuarto trimestre se registraría un impulso mayor por el lado de reconstrucción, que se vería reflejado en la inversión en construcción, lo que, en todo caso, no se ha observado hasta ahora.

Informa, asimismo, que las exportaciones se corrigieron al alza, como consecuencia del aumento significativo que han registrado las exportaciones de servicios, sobre todo en el tercer trimestre, incidiendo no solo en la proyección para el cuarto trimestre, sino que también para el año. Al respecto, explica que Chile exporta servicios de transporte marítimo y que la recuperación del comercio mundial este año ha empujado, por lo tanto, las exportaciones de tales servicios.

Dado lo anterior, destaca que la demanda interna crecerá 16% el presente año, en línea con el IPoM de septiembre.

En resumen, el señor Claudio Soto plantea que el PIB total presenta vaivenes, por las caídas que registra la producción minera, en especial durante el cuarto trimestre, y por la desaceleración de algunos sectores particulares. No obstante, manifiesta que esta menor actividad se revertiría de manera significativa en los primeros meses del próximo año.

El señor Claudio Soto informa, a continuación, que la cuenta corriente terminaría este año con un superávit de 0,3%, de acuerdo con los supuestos del precio del cobre con los que se está cerrando el IPoM de diciembre, y que este podría corregirse al alza si se considera que el precio *spot* se mantiene hasta el término del año. Añade que esta clara recuperación en la cuenta corriente ha estado muy marcada por la evolución de los términos de intercambio.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si se sabe qué porcentaje de las exportaciones de cobre están respaldadas por contratos en que su precio está fijado *ex-ante* y, por lo tanto, no gozan de estas alzas puntuales. El señor Claudio Soto señala que desconoce el porcentaje exacto, pero que, en todo caso, corresponde a una fracción menor. A propósito de ello, comenta que en el año 2008 se tuvo una experiencia en este sentido, cuando el precio del cobre cayó y *ex-post* hubo una significativa corrección a la baja de las exportaciones nominales.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto prosigue, refiriéndose al mercado laboral. Destaca que este ha seguido mostrando bastante dinamismo y que la tasa marginal de desempleo, que es la tasa mensual que calcula el INE, alcanzó a 6,7% en el mes de octubre.

Hace notar que se observa en el margen un creciente dinamismo del empleo asalariado en los últimos dos meses, a diferencia de algunos meses previos en que su recuperación provino principalmente del empleo por cuenta propia. Aclara que, más allá de los problemas o dudas que pudieran surgir sobre la medición que está realizando el INE, otras fuentes, como la Asociación Chilena de Seguridad, la Mutual de Seguridad o los mismos registros de las AFP, confirman el importante crecimiento que está experimentando el empleo asalariado en los últimos dos a tres meses. Precisa que este crecimiento implica entre 50 y 60 mil empleos desde mediados de año hasta ahora, es decir, en un trimestre se estarían creando 50 mil empleos netos.



Informa, asimismo, que los salarios han registrado algunos vaivenes; que los salarios nominales han crecido con más fuerza en los últimos meses, producto de factores estacionales; y que los salarios reales se mantienen con variaciones acotadas y crecen en torno a 3%.

En materia de inflación, el señor Claudio Soto destaca que el IPC de noviembre tuvo una variación prácticamente nula, que las medidas subyacentes registraron variaciones negativas y que el IPCX1 disminuyó por segundo mes consecutivo.

Con respecto a la proyección que el Banco tenía en la RPM anterior, indica que hubo algunas sorpresas, que se concentraron en los ítems que podrían asociarse al tipo de cambio, como es el caso del equipamiento para la vivienda y los precios de los automóviles. Añade que ellos se compensaron, en parte, con aumentos más significativos en el precio de la carne. Subraya que la mayor sorpresa provino del precio de las frutas y verduras, que presentó una cierta anomalía en la estacionalidad, ya que registró caídas en noviembre, en circunstancias que el *peak* de la estacionalidad se produce justamente en dicho mes.

El señor Claudio Soto informa que se modificó la proyección, por cuanto se supuso un escenario de precios de combustibles más alto, que es aquel con el que se está cerrando el IPoM de diciembre, y un tipo de cambio más bajo, coherente con el promedio de los últimos diez días. Señala, además, que, dado el polinomio con el que se calculan las tarifas del Transantiago, el alza prevista para febrero se está postergando para el mes de mayo.

Hace presente, asimismo, que también se han corregido a la baja algunas trayectorias de los componentes del IPCX1. Manifiesta, al respecto, que continuaría la tendencia que ha exhibido el equipamiento para la vivienda, pero que se atenuaría en la medida que el tipo de cambio se estabilice en adelante; que la corrección es levemente al alza en el caso del vestuario; y que, a diferencia de la RPM anterior, se ha descartado un alza en el precio de los cigarrillos durante el primer trimestre.

En consideración a lo anterior, indica que la proyección de inflación a diciembre se corrige a la baja en diciembre, desde 3,0 a 2,8%, así como también para el próximo año, ya que se espera que será inferior a 3% desde marzo en adelante.

El señor Claudio Soto destaca un antecedente adicional. Señala que las tarifas eléctricas subirían, finalmente, en diciembre, en la medida que la Contraloría apruebe el decreto correspondiente; no obstante, informa que el día anterior concluyó el plazo que el INE tiene para su cierre estadístico y el decreto todavía no había entrado a ese organismo. En consecuencia, el factor tarifas eléctricas se descartará nuevamente en diciembre, explicando también la corrección del IPC y, en especial, la del IPCX1.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta por el precio de los cigarrillos, cuya alza fue inferior a la esperada, así como por las matriculas que, en general, se han reajustado en un porcentaje menor a la variación experimentada por el IPC, dada la gran competencia existente entre las diferentes casas de estudios, con la excepción de la Universidad Católica y la Universidad de Chile, que tienen mayor libertad para fijarlas.

Respecto de los cigarrillos, el señor Claudio Soto explica que la evaluación que se llevó a cabo para ajustar la proyección al alza se basó exclusivamente en el alza del impuesto que se decretó hace unos 10 años, aproximadamente. Con todo, señala que todo indica que las empresas tienen una política de ajuste anual de precios, alrededor del mes de mayo.



El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta por la incidencia de las tarifas eléctricas en la caída de la inflación de diciembre, a lo cual el señor Claudio Soto responde que alcanza a 1 décima, aproximadamente.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto continúa, destacando que al tema de las tarifas eléctricas en noviembre, se sumó también la sorpresa en el IPCX1, que alcanzó a 2 décimas. Agrega que se está suponiendo, además, una trayectoria del equipamiento para la vivienda, que es más empinada que lo considerado anteriormente y que obedecería al comportamiento del tipo de cambio.

Para los meses venideros, indica que los alimentos tendrían una contribución relevante en la variación del IPC anual, y que, dada la trayectoria de los precios de los combustibles y del tipo de cambio, estos tendrían una incidencia cada vez menor en este Índice. Añade que vestuario, por su parte, tendría una contribución negativa, por lo menos hasta el fin del horizonte de la proyección de corto plazo.

En materia de mercados financieros, el Gerente de Análisis Macroeconómico destaca que se han observado tasas nominales más bien planas, algunas caídas en las tasas reales más largas y alzas en las tasas *swaps* con posterioridad a la última RPM, que, como mostrará más adelante, se han visto reflejadas en los movimientos de la curva *forward* del último mes.

En cuanto al M1, hace presente que su dinamismo se ha moderado, y que el crecimiento del agregado es bastante mayor que el que predice el modelo, dada la evolución de la tasa de interés y de la actividad.

En materia de tasas de colocaciones, el señor Claudio Soto menciona que las nominales, tanto de consumo como comerciales, han estado más bien planas, no así las tasas reales de los créditos hipotecarios, que han subido por algunos meses en una magnitud relevante, en conjunción con el alza en las ventas de viviendas ya comentada y los aumentos de los créditos hipotecarios.

Manifiesta, además, que las colocaciones de consumo están creciendo con bastante dinamismo, y que la extrapolación del dato en el margen arroja un crecimiento bastante significativo para el mes de noviembre, determinando que la tasa de crecimiento anual siga aumentando.

Con respecto a las colocaciones para la vivienda, indica que se mantienen con tasas de crecimiento interanual más acotadas. Menciona, asimismo, que las tasas de colocaciones comerciales no registran el dinamismo observado en episodios anteriores y que las colocaciones nominales, que son el grueso de las colocaciones de empresas, están estancadas. Por el contrario, destaca que las colocaciones de comercio exterior exhiben un comportamiento bastante dinámico, asociado al vigoroso aumento de las importaciones y, probablemente, a un efecto cambiario.

El Consejero señor Sebastián Claro subraya que, respecto de las colocaciones para la vivienda, cuesta compatibilizar el *boom* de ventas de viviendas de los últimos 3 ó 4 meses con una trayectoria de colocaciones relativamente pareja, porque las alternativas de financiamiento son bastante reducidas. Expresa que las mismas inmobiliarias podrían estar otorgando el financiamiento requerido, siendo esa la forma como las personas estarían obteniendo crédito, sin recurrir directamente a un banco, o que tal vez ha habido una mayor participación de mutuarías no bancarias.



El señor Claudio Soto hace presente que si revisa la frecuencia mensual de las tasas de crecimiento de las colocaciones, la corrección nunca ha sido muy significativa. De hecho, expresa que pareciera que los datos de las colocaciones reflejarían los grandes ciclos en las ventas de viviendas. En su opinión, para conocer las razones de este comportamiento, habría que investigar algo más sobre las fuentes alternativas de financiamiento, ya que no se observa claramente una correlación tan directa entre ventas y colocaciones.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan hace el alcance que los créditos a través de las mutuarías representan una fracción muy reducida del crédito hipotecario total. Por su parte, el Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes plantea que lo que podría estar ocurriendo en esta etapa del ciclo es que se están vendiendo viviendas de menor valor y, por lo tanto, si bien el número de ventas sería mayor, el volumen de créditos sería más bajo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto se refiere, a continuación, al tipo de cambio. Sobre el particular, indica que entre los fundamentos que explican un movimiento de más corto plazo, destaca el aumento significativo del precio del cobre, de 13% desde la última RPM, alcanzando niveles históricos. Señala que si a ello se suma que se observaron movimientos mixtos en el dólar, se tiene que el tipo de cambio real se aprecia y se ubica en la parte inferior de los rangos de valores de largo plazo. Hace notar que al considerar el rango que se tenía en el IPoM pasado y el valor del tipo de cambio real *spot* del día previo, que fue de \$486,15, este se ubica bajo el rango antedicho.

El Presidente señor José De Gregorio consulta por el valor mínimo de ese rango. El señor Claudio Soto responde que \$486,7 es el piso, y que corresponde al valor que se tiene calculado desde el IPoM anterior.

Añade que si se sigue el modelo con fundamentales que el Banco utiliza para efectuar el seguimiento de los cambios de alta frecuencia del tipo de cambio, se observa que la apreciación reciente se explica, en parte, por el precio del cobre, y por otra parte importante correspondiente a un residuo que es explicado por estos fundamentales.

En relación con los indicadores bursátiles, el señor Claudio Soto menciona que la Bolsa se ha mantenido en niveles altos y más bien estables desde la última RPM.

En materia de las expectativas de mercado, manifiesta que las expectativas para el crecimiento del 2010 se corrigieron a la baja, muy en línea con lo esperado por el Banco. De hecho, comenta que el crecimiento esperado por el mercado, de 5,2%, coincide con la proyección del IPoM. Para el año 2011, en tanto, las expectativas de crecimiento se mantienen en 6%.

El señor Claudio Soto hace presente que las expectativas de inflación se han mantenido estables a dos años, en torno a la meta, y destaca que se sigue observando un cierto sesgo en las respuestas, donde algo más de 10, de un total de 38 encuestados, piensa que la inflación va a estar por sobre la meta en el horizonte de política y solo uno estima que va a estar por debajo de ella.

Respecto de las expectativas de la TPM de esta Reunión, informa que la mayor parte del mercado se inclina por una alza de 25 puntos base y que un porcentaje menor de encuestados piensa que se mantendrá en esta oportunidad.



Para finalizar, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que las expectativas de TPM derivadas de la curva *forward* registran un movimiento marginal respecto de noviembre, y que se observa un empinamiento hacia mediados del próximo año, muy relacionado con el comportamiento de las tasas *swap* a un año, que lleva a que la curva *forward* se desplace algo hacia arriba respecto de la RPM anterior. De todas maneras, comenta que la *forward* que se computa con los bonos está por sobre lo que indica la *swap* a mediados del próximo año.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y ofrece la palabra para comenariarios.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan indica que en la evolución de las colocaciones comerciales hay una alta heterogeneidad sectorial, ya que parte importante de su bajo crecimiento obedece al sector de créditos comerciales para la construcción, que no registran aumentos y tienen una participación relativamente importante en los créditos comerciales. Señala que los créditos al sector industrial y servicios, en cambio, están creciendo a tasas positivas, relativamente en línea con la actividad del sector.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que la discrepancia entre la curva *forward swap* y la *forward* actual, denominada también *forward* bono o bono *swap*, obedece a una cuestión metodológica. En su opinión, la segunda tiene la ventaja que su horizonte es más largo y, por ello, incorpora una mayor cantidad de información, en tanto que la primera sería más eficiente, en el sentido estadístico de la palabra, esto es, de utilizar de mejor manera la información para el corto plazo. Agrega que la *forward swap* está alineada con la encuesta de operadores financieros, claramente por debajo de todas las otras curvas que estima el Banco y no muy por debajo de la estimada con ocasión de la RPM anterior.

El Presidente señor José De Gregorio agradece las distintas intervenciones y, siendo las 12:50 horas, suspende la sesión e informa que se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 163.

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

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera comienza su intervención, mencionando los principales antecedentes acumulados desde la última RPM.

Indica que en la economía internacional destacan las señales positivas en Estados Unidos, que incluyen un nuevo paquete de impulso fiscal, los mayores precios de activos financieros de riesgo y el aumento de las tasas nominales y reales de largo plazo; la estabilidad del dólar en los mercados internacionales; la acentuación del aumento de los precios de materias primas, incluyendo el cobre, alimentos y energía; y la mantención de los riesgos relacionados con la situación fiscal en Europa y la mayor inflación en Asia.

Menciona que, en Chile, el Imacec de octubre registró un crecimiento más moderado por el menor aporte de los sectores de oferta e industria; el empleo continuó aumentando con vigor; se mantuvo el impulso en el consumo, por las mejoras en el empleo, los salarios y la disponibilidad de crédito; aparecieron señales de moderación en las intenciones de compra de durables y la acumulación de existencias; la inversión en construcción se mantuvo



rezagada, pero las ventas de viviendas continuaron aumentando; la inflación continuó contenida, marcada por la menor inflación de los bienes importados; las expectativas privadas y los premios financieros se mantuvieron alineados con la meta de 3%; las tasas de largo plazo no presentaron cambios relevantes, como tampoco las expectativas para la trayectoria de la TPM; para esta Reunión, la mayoría de los analistas y operadores anticipan un aumento de 25 puntos base en la TPM, pero algunos esperan que se mantenga; y, por último, que el peso acumuló una apreciación del orden de 2% respecto del dólar y de los socios comerciales de Chile.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera plantea que estos antecedentes llevan a proponer como opciones, un incremento de 25 puntos base de la TPM, hasta 3,25%, o una pausa transitoria, manteniendo la TPM en su nivel actual de 3,0%. Al respecto, hace presente que la recomendación es por la primera opción, por los motivos que expone a continuación.

El señor Luis Óscar Herrera hace presente que la estrategia de política monetaria contempla aumentos graduales de la tasa interés objetivo, balanceando las presiones inflacionarias provenientes del dinamismo de la demanda interna y el cierre de brechas, con los efectos de la apreciación cambiaria y los riesgos de un entorno externo aún incierto. Agrega que esta estrategia de corrección gradual ha sido recogida adecuadamente por las expectativas privadas.

Precisa que la opción de continuar aumentando la TPM está sustentada en que el actual nivel de la tasa aún es expansivo, que las brechas de capacidad continúan cerrándose, y que los términos de intercambio han continuado mejorando. Sostiene que la política monetaria debe propiciar condiciones financieras menos estimulativas para lograr la convergencia del crecimiento económico hacia tasas sostenibles, ya que, de esta forma, se evitará incubar presiones inflacionarias futuras o desalinear las expectativas privadas. Añade que la acentuación de las alzas de los precios internacionales de energía, alimentos y otras materias primas apoya la decisión de subir la tasa.

En cuanto a la opción de realizar una pausa transitoria, manifiesta que podría justificarse a la luz de la evolución reciente de la inflación. Indica que si bien los factores que explican su lenta normalización son transitorios, como la apreciación del peso y la menor inflación de bienes importados manufacturados, dan tiempo para acumular información sobre la evolución del escenario externo. Señala, además, que desde la última RPM, los datos de actividad internacional son marginalmente mejores y las tasas externas presentan un aumento.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera expresa que, al igual que en la Reunión anterior, en esta oportunidad parece recomendable cumplir con la expectativa de consenso, esto es, un aumento de 25 puntos base de la TPM, para no generar sorpresas e inducir una revisión de la trayectoria esperada para la tasa de interés. Asimismo, plantea que se estima apropiado mantener el mensaje de que la política monetaria aún es expansiva, por lo que probablemente será necesario continuar retirando estímulo monetario de la economía, y hace notar que la calibración de este proceso requerirá tomar en cuenta las perspectivas de crecimiento de la economía chilena, así como la evolución del escenario internacional y las tasas externas, reales y nominales.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera por la exposición de las opciones para la presente Reunión y, a continuación, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larrain.



El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín da inicio a su intervención señalando que la cifra de inflación de noviembre, de 0,1% mensual y 2,5% en doce meses, estuvo en línea con lo esperado por el mercado. Hace presente que en el resultado del mes destacaron las alzas de los diversos combustibles, en particular la gasolina, que marcó la incidencia más alta del mes, con 0,13 puntos porcentuales. Por otro lado, comenta que se registraron nuevamente caídas generalizadas en prendas de vestir y calzado, y que también se siguen observando disminuciones importantes en diversos precios de equipos tecnológicos, relacionadas con las políticas comerciales de las empresas, que ofrecen mayores descuentos a los modelos previos, en la medida que realizan la renovación de *stocks* a un dólar más bajo.

En cuanto al IPCX, el señor Ministro informa que su variación mensual alcanzó a -0,1%, mientras que el IPX1 disminuyó 0,2%, con lo que las mediciones en doce meses se ubicaron en 2,0 y -0,4%, respectivamente. Destaca que, aunque la inflación acumulada a noviembre de 2010 alcanzó a 2,9%, el IPCX1 acumuló -0,1% en igual periodo, lo que confirma el hecho que el alza de la inflación durante este año se debe más bien a fenómenos puntuales y que no existe un alza de precios generalizada. En consecuencia, subraya que las cifras han revelado en forma consistente que las presiones inflacionarias se encuentran contenidas. Indica que esta visión se confirma al observar la Encuesta de Expectativas Económicas de diciembre, que da cuenta que las expectativas de inflación están perfectamente ancladas dentro del rango de tolerancia del Banco Central y, más aún, se ubican levemente por debajo del centro de dicho rango. De esta forma, indica que la inflación esperada para el presente año pasó a 2,9%, desde 3% en la encuesta de noviembre y 3,1% en la de octubre, mientras que para el año 2011, las expectativas ubican la cifra en 3,2%.

Menciona, además, que las expectativas de inflación, usando tasas de mercado BCP y BCU a 5 años, arrojan un valor de 3%, desprendiéndose de estos datos que las expectativas de inflación están perfectamente ancladas a plazos más largos.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín destaca, asimismo, que si bien una fuente de potenciales riesgos inflacionarios es el aumento de los precios de alimentos a nivel internacional, la apreciación del peso ha llevado a que los precios de estos bienes a nivel local solo hayan crecido en forma acotada, llevando, por el momento, a disipar este factor de riesgo alto inflacionario. Añade que otra fuente de potencial riesgo inflacionario es el crecimiento de los salarios. No obstante, manifiesta que, por el momento, el dinamismo del mercado laboral se ha concentrado en aumentos del empleo. De hecho, enfatiza que la creación de empleo es superior a 315.000 empleos desde el trimestre enero - marzo de este año.

Por otro lado, comenta que el fuerte dinamismo de la actividad económica interna continúa, pero a tasas algo más moderadas. Al respecto, precisa que el Imacec de octubre estuvo por debajo de lo esperado por el mercado, alcanzando un crecimiento interanual de 4,8%. Explica que en ese resultado influyó la importante caída de la actividad minera y el débil desempeño de la industria, como también el efecto de la baja base de comparación, que se va diluyendo en forma gradual y se hará más exigente en los últimos dos meses del año.

En el frente externo, hace notar que la cifra de empleo del mes de noviembre arrojó una creación mensual de 39.000 empleos en Estados Unidos, muy por debajo de lo esperado por el mercado, y que la tasa de desempleo se encuentra aún muy elevada, superior en más de 3 puntos a los niveles precrisis.

Con relación a Europa, menciona que las turbulencias financieras resurgieron con fuerza tras los temores sobre la economía irlandesa, que contagió a otras economías de la región, en especial las más débiles, a lo que se suma que las cifras económicas siguen mostrando un lento proceso de recuperación.



En este contexto, sostiene que los países emergentes siguen liderando el crecimiento económico mundial. Sin embargo, advierte que el fuerte incremento de la inflación en China ha generado algunos temores sobre la necesidad de una normalización de la política monetaria en ese país más rápida que lo esperado.

El señor Felipe Larraín enfatiza que el Ministerio de Hacienda reitera su compromiso de cooperar para evitar efectos indeseables sobre variables como el tipo de cambio, la tasa de interés y la inflación. Sin perjuicio de aquello, señala que esa Secretaría de Estado estima que, en la actual contingencia, lo más adecuado es realizar una pausa en el proceso gradual de normalización de la política monetaria, para evitar efectos indeseables sobre el tipo de cambio. Agrega que en caso que el Consejo decida continuar con el proceso de normalización de la política monetaria, la opinión de ese Ministerio apunta a que sería prudente indicar en el comunicado la posibilidad de pausas en el futuro, en la medida que se sigan observando cifras similares a las últimas, particularmente en lo que respecta al tipo de cambio, el control de precios interno y la moderación de la actividad.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y, a continuación, da paso a la votación, concediendo la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

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

Señala, en primer término, que si bien algunas cifras recientes, particularmente en Estados Unidos, apuntan en la dirección de una cierta mejora, el panorama externo sigue siendo extremadamente incierto, y que los temores respecto a la situación fiscal y financiera de Europa se mantienen. Indica que las economías emergentes siguen mostrando un dinamismo importante, aunque con cierta desaceleración y que se observa, además, un fuerte crecimiento de la demanda interna, lo que, en conjunto con incipientes presiones inflacionarias, ha llevado a algunos de estos países a seguir ajustando su política monetaria. Por otra parte, menciona que siguen las presiones hacia la apreciación de las monedas, lo que tiene el efecto inverso sobre la inflación y, por lo mismo, ha llevado a otro grupo de países, la mayoría, a poner una pausa a sus ajustes monetarios. Manifiesta, asimismo, que los precios de las materias primas siguen subiendo, en especial el del cobre y también el de varios productos agrícolas.

El Consejero señor Rodrigo Vergara destaca que en el ámbito interno, la actividad creció menos que lo esperado en octubre; que la demanda sigue mostrando un gran dinamismo, aunque hay indicios preliminares de alguna moderación; y que el empleo sigue creciendo con fuerza. Comenta que la inflación ha seguido exhibiendo registros moderados y que el año terminaría con una inflación en torno a 3%, bastante inferior a la estimación del IPoM de septiembre, a la vez que el IPCX1 se mantiene en terreno negativo. Agrega que el tipo de cambio sigue con presión hacia la apreciación.

Advierte también que la inflación puede tener ciertos rezagos, por lo que se podrían observar mayores presiones de precios en adelante. Indica que a ello se suma el riesgo en esta materia que conlleva el aumento de los precios de productos primarios antes mencionado, en particular el de alimentos, como también el alza que han venido exhibiendo los salarios nominales en los últimos meses, si bien se mantienen aún en rangos razonables.

El Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que, dados los antecedentes que se presentan, así como la discusión anterior, se abren dos opciones claras para la política monetaria: por un lado, hacer una pausa en el proceso de normalización y, por otro, seguir subiendo la tasa en 25 puntos base en esta oportunidad. En su opinión, ambas tienen beneficios y costos, ya que el hacer una pausa se justifica por las menores presiones de



precios y por la baja en el tipo de cambio, aunque tiene el riesgo que, por las presiones de demanda, la inflación se acelere más allá de lo esperado hacia el futuro. Al respecto, señala que debe recordarse que la tasa de 3% es aún bastante baja, en cuanto significa una tasa real de 0%. Respecto de seguir subiendo la tasa, en tanto, expresa que esta opción aleja a la economía chilena aún más de las tasas internacionales, en un escenario interno en que, por el momento, no se manifiestan mayores presiones inflacionarias y un escenario externo que se mantiene con riesgos importantes.

Con todo, señala que, en su opinión, lo natural es continuar en esta oportunidad con el proceso de normalización de la política monetaria, con un alza de la TPM de 25 puntos base, al igual que en la Reunión pasada, y sugiere que, en esta oportunidad, se modere el mensaje sobre ajuste monetario futuro. Expresa que, a su juicio, se está muy cerca de comenzar un período en que ajustes y pausas se alternarán, situación que queda implícita en los últimos comunicados, aunque estima que, en esta oportunidad, o al menos en el IPoM que se divulgará en los próximos días, el Banco debiera ser explícito en ello.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por subir la TPM en 25 puntos base hasta 3,25%.

El Consejero señor Sebastián Claro comienza su intervención, señalando que en las últimas semanas se han ido consolidando ciertos patrones en la economía mundial, donde destacan la debilidad económica en varios países de Europa y la consiguiente inestabilidad en los mercados financieros que ello acarrea; los vaivenes o signos mixtos sobre la recuperación en Estados Unidos; la aceleración de la inflación en algunos países en desarrollo, en especial aquellos con mayor crecimiento y mayor rigidez cambiaria; y los precios de *commodities* y materias primas bastante elevados.

Indica que, más allá de la idea de que la recuperación en los países más afectados por la crisis financiera será lenta, existe evidencia mixta en cuanto a si la debilidad es mayor o menor que la anticipada. Por una parte, menciona que las cifras de las últimas semanas han sido positivas en el margen y que los precios de los activos, especialmente las tasas de interés en Estados Unidos, que se han corregido agresivamente al alza, tanto las reales como las nominales, podrían estar dando cuenta de mejores perspectivas. Por otro lado, comenta que la manifiesta preocupación de la Reserva Federal y las medidas extraordinarias de política fiscal en Estados Unidos y de política monetaria por parte del BCE, dan cuenta de una situación más deteriorada que hace un par de meses.

El Consejero señor Sebastián Claro hace presente que esta tensión es muy evidente en las tasas largas en Estados Unidos, ya que o la Reserva Federal está equivocada, o las tasas de interés libres de riesgo están reflejando una expectativa desmedida, o la situación fiscal norteamericana está en serio aprieto. Sobre el particular, recalca que, en términos históricos, nunca se ha observado una combinación de tasas a 10 años de 3,5%, una tasa de desempleo de casi 10% y una inflación *core* inferior a 1%, ya que una tasa de 3,5% a 10 años ha estado asociada a un desempleo menor que 7% y a una inflación *core* cercana a 1,5%. Subraya, en consecuencia, que algo tiene que ceder.

El Consejero señor Sebastián Claro prosigue, afirmando que el escenario base considerado en el análisis es benigno, en el sentido que supone una recuperación de la economía mundial acotada, pero no despreciable, impulsada por los países en desarrollo. Hace el alcance que concuerda, en general, con este escenario, pero advierte que los riesgos del exterior son latentes e importantes. Expresa que esto es relevante, porque enfatiza la necesidad de cierta cautela en la evaluación que el Banco efectúe de la situación externa, que no puede ser recogida en toda su magnitud por el escenario base.



En el ámbito interno, indica que, en términos generales, la trayectoria de la actividad ha estado en línea con lo esperado desde hace algunos meses, aun cuando el dato de actividad de octubre sorprendió a la baja. Plantea que, por ahora, la expectativa es que ello sea un fenómeno muy puntual, que no afecta en su esencia la trayectoria en adelante. Destaca que se sigue observando un fuerte dinamismo del consumo y de algunos componentes de la inversión, aunque cierta desaceleración en el margen, y que hacia el próximo año, la proyección para la actividad es esencialmente la misma que la considerada anteriormente. Señala, además, que, aun cuando es de opinión que los riesgos externos están sesgados a la baja, es importante también evaluar la dinámica del gasto interno, especialmente del consumo privado, en un contexto en que el gasto fiscal ha tenido un comportamiento bastante acotado.

Por el lado de la inflación, menciona que en los últimos meses se han ido consolidando registros significativamente más bajos que los esperados, lo que está asociado, probablemente y en parte importante, al efecto de la apreciación del peso. Añade que la medida de inflación subyacente todavía se encuentra en valores negativos, y que, en adelante, la dinámica de la actividad debiera elevar los precios, por lo que la normalización de la política monetaria es justificada.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca que la situación cambiaria ha estado en el centro de la discusión, tanto por sus efectos directos sobre la inflación como por revelar la forma como se está desarrollando el ajuste económico mundial. Expresa que, por ahora, es evidente que la diferente posición cíclica de economías desarrolladas y en desarrollo, los altos términos de intercambio y el favorable acceso al financiamiento externo están detrás de las presiones a la apreciación real de muchas monedas. Precisa que la economía chilena no es la excepción a ello, agregando que en algunos casos, esto se manifiesta en apreciaciones nominales y en otros países, en mayores presiones inflacionarias.

A la luz de ello, estima que resulta muy difícil argumentar a favor de una desviación significativa del tipo de cambio respecto de lo que la dinámica cambiaria en el mundo y la posición cíclica de la economía chilena sugieren. Manifiesta que en una circunstancia como la actual, en que si bien la volatilidad cambiaria ha aumentado, el ajuste de tipo de cambio es una herramienta importante para evitar una toma excesiva de riesgo cambiario por parte del sector bancario y corporativo.

El Consejero señor Sebastián Claro enfatiza que sí es importante enfatizar que parte de la apreciación del peso y de otras monedas puede estar inducida por una expectativa de excesivo optimismo sobre la capacidad de los países desarrollados de sortear la crisis, y sobre la capacidad de los países en desarrollo de sostener un dinamismo importante y persistente. En su opinión, hay interrogantes al respecto.

Hace presente que la situación cambiaria, la incertidumbre externa y los bajos registros de inflación dan espacio para continuar con una normalización gradual de la política monetaria, en especial, en un contexto en que el crédito y los agregados monetarios menos líquidos no dan muestra de estar creciendo en exceso.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que vota por subir la TPM en 25 puntos base. Agrega que, en adelante, la posibilidad de graduar los aumentos en la tasa se hace más probable, lo que, a su juicio, dependerá crucialmente de cómo se desenvuelvan las presiones de precios. Para finalizar, plantea que esto debería quedar plasmado en el comunicado y, especialmente, en el próximo IPoM.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado.



Destaca, en primer término, que se llega a esta Reunión después de completar la preparación del próximo IPoM, lo que conlleva el beneficio de contar con un conjunto completo de proyecciones de corto y mediano plazo, y una evaluación de los riesgos identificados.

Refiriéndose al frente externo, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que permanece el contraste entre el mundo desarrollado, que crece lentamente, y el mundo emergente, que se expande con vigor. Comenta que la inflación se muestra contenida en las economías desarrolladas, principalmente por consideraciones cíclicas, y que las emergentes enfrentan un panorama distinto. Especifica que estas últimas reducen brechas, mientras los precios de las materias primas, incluidos los alimentos, se mantienen elevados y siguen, incluso, experimentando alzas. A su juicio, todo ello los ubica frente a riesgos inflacionarios crecientes.

El Consejero señor Enrique Marshall agrega que los mercados financieros se muestran atentos y sensibles a la vulnerabilidad fiscal y bancaria de Europa, y a la evolución de la actividad y el empleo en los países desarrollados en general; y que, en las últimas semanas, los sentimientos de mercado han experimentado alguna mejora debido a señales positivas provenientes principalmente de Estados Unidos. En todo caso, estima que los riesgos para el escenario externo permanecen altos y que lo más probable es que se siga observando volatilidad en los mercados financieros como resultado de ello.

En el frente interno, indica que la economía sigue mostrando dinamismo, pero con algunos signos de moderación, si bien a partir de tasas de variación más bien altas. Al respecto, añade que el Imacec de octubre estuvo por debajo de lo anticipado.

Por el lado de la demanda, señala que el impulso está liderado por el consumo privado, favorecido por varios factores, como las expectativas optimistas de parte de los hogares, condiciones crediticias bastante normalizadas, y una positiva evolución del empleo y la masa salarial. Plantea que, en lo fundamental, este dinamismo debería continuar durante el próximo año, aunque es dable esperar una recomposición de la demanda y, particularmente, de la inversión, debido a un aumento proyectado del gasto en construcción y obras.

A su juicio, las presiones inflacionarias permanecen bastante contenidas en el corto plazo. Sobre el particular, hace presente que la inflación anual, medida por el IPC, sigue registrando un gradual proceso de convergencia a la meta, pero por debajo de lo previsto, debido a factores puntuales y a la apreciación del peso; que, sin embargo, los riesgos de mediano plazo siguen muy presentes, como resultado de la evolución de la actividad y el cierre de brechas; y que esa misma preocupación surge al observar el comportamiento de las remuneraciones, cuyas tasas de variación han ido aumentando a lo largo del año.

Por último, hace especial mención a la evolución del tipo de cambio, que ha adquirido relevancia en la configuración del escenario del Banco Central de Chile. Subraya que la apreciación se ha vuelto a intensificar en lo más reciente, por lo que requiere un cuidadoso seguimiento.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que en este contexto, y tal como se ha planteado precedentemente, las opciones de política que surgen con mayor claridad son un alza de 25 puntos base y una pausa transitoria.

Para efectos de una decisión, señala que deben considerarse varios elementos. Indica que el primero de ellos se refiere a cuán cerca o lejos se está de un nivel de tasa coherente con las actuales condiciones cíclicas. En su opinión, no resulta fácil dar respuesta a ello con precisión, si bien resulta bastante claro que aún existe una brecha por cerrar.



En cuanto al segundo elemento, plantea que es importante ponderar los riesgos e incertidumbres que se ciernen sobre la economía mundial. A su juicio, ellos son indudablemente altos y justifican proceder con prudencia. Sin embargo, considera que el escenario relevante para la política monetaria no se ha modificado sustancialmente, ya que las proyecciones de crecimiento para la economía mundial, por citar un ejemplo, no han tenido ajustes significativos en el último tiempo. Por ello, estima que lo aconsejable resulta ser que la orientación general de la política monetaria mantenga su coherencia con el escenario perfilado en el IPoM.

Agrega que un tercer elemento a considerar son las expectativas de mercado, que, en esta oportunidad, sugieren mayoritariamente un alza de 25 puntos base. Al respecto, sostiene que si no existen argumentos sólidos en contrario, lo más razonable es validar dichas expectativas y evitar sorpresas que pueden conducir a lecturas equivocadas por parte del mercado.

En virtud de lo anterior, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta inclinarse por un alza de 25 puntos base y por mantener un comunicado que condicione los próximos pasos a la evolución de las condiciones internas y externas.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff*, que en esta oportunidad se beneficia del contenido del próximo IPoM, y señala que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior contenidos en el número 1 de la Minuta de Opciones, a lo que añade los siguientes puntos.

En primer lugar, indica que el anuncio fiscal en Estados Unidos es positivo para la demanda en esa economía, pero que tanto esa política como la monetaria estimulan un mayor endeudamiento fiscal y privado. Agrega que el mejoramiento de las exportaciones netas en ese país es el único componente de demanda cuyo mejoramiento es sostenible en el tiempo.

En segundo término, expresa que el aumento de las tasas de interés en las economías desarrolladas implicaría un retraso aún más prolongado en el inicio de la normalización monetaria, pero uno más rápido luego de su adopción. Comenta que en el caso particular de Estados Unidos, no está claro si el aumento de las tasas largas responde a mejores expectativas, lo que sería favorable, o a condiciones de deuda del Tesoro más riesgosas.

A título de tercer elemento, menciona que a las mayores presiones inflacionarias en Asia emergente habría que añadir el caso de Brasil, que también enfrenta presiones elevadas.

En lo interno, destaca que la inflación ha vuelto a estar por debajo de lo esperado, y que la apreciación del peso, en tanto, ha ubicado el tipo de cambio real (TCR) en el límite inferior del rango compatible con los fundamentos de largo plazo.

Como último comentario, advierte que la cuenta corriente a precios de tendencia se sigue deteriorando.

Al proseguir, el Vicepresidente señor Manuel Marfán reitera, como en oportunidades anteriores, que el cierre de brechas es una medida de equilibrio interno. Enfatiza que los hechos vinculados a la economía internacional también son relevantes; que el escenario de bajo crecimiento en el mundo desarrollado continúa afectando las perspectivas de la política monetaria en esas economías; y que la trayectoria de la propia política monetaria no



debe ser inmune a lo que acontece en el resto del mundo, ya que, de otra manera, el TCR y la cuenta corriente a precios de tendencia de la economía chilena podrían alejarse de lo que sería una trayectoria hacia un equilibrio sostenible.

En esta ocasión, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta su deseo de profundizar respecto de lo anterior, en virtud de que las opciones son mantener o elevar la TPM. Expresa que un aumento de tasa pretendería reducir el estímulo sobre la demanda agregada, en un contexto de cierre de brechas, y que, en el corto plazo, el diferencial relevante con respecto a las tasas internacionales podría afectar la trayectoria del tipo de cambio en el corto plazo. Sostiene que en condiciones normales, este último no es un efecto que incida significativamente en un horizonte de política de dos años, en la medida que la política monetaria tendría efectos reales, incluido el TCR, solo transitorios. Enfatiza que la flotación cambiaria juega un rol relevante para estabilizar el tipo de cambio bajo esas condiciones normales.

No obstante, señala que si bajo condiciones especiales, la política monetaria indujera una apreciación real persistente, en el caso particular de Chile tendría un impacto expansivo sobre el gasto en un horizonte de dos años, anulando total o parcialmente el efecto contractivo deseado. Agrega que, aunque en el largo plazo una apreciación cambiaria sería contractiva, el efecto positivo sobre la demanda en el corto plazo se debería a los efectos ingreso y riqueza en el sector privado nacional.

Indica que, a su juicio, en la actualidad hay una combinación de hechos que pueden constituir un caso especial como el señalado.

En efecto, plantea que la perspectiva es que las tasas internacionales permanecerán por debajo de su nivel neutral por un período anormalmente largo, más allá del horizonte habitual de política. Así, anticipa que el retiro del impulso monetario en Chile elevará el diferencial de tasas relevante por un período anormalmente prolongado, generando una señal inequívoca sobre la trayectoria del tipo de cambio real durante el horizonte de política.

En su opinión, el punto de fondo es si un aumento de la tasa de interés en Chile generará una reducción del gasto interno o si, por el contrario, habrá una sustitución de financiamiento interno por financiamiento externo descubierto, recordando, al respecto, que el costo del financiamiento externo con cobertura cambiaria está determinado por las tasas de interés en pesos. Sostiene, además, que el grado de esa sustitución dependerá de las expectativas cambiarias. En ese sentido, indica que si se percibe que la apreciación es muy transitoria, no habrá sustitución de financiamiento y primará el efecto contractivo del aumento de tasas; por el contrario, si se percibe que la apreciación tendrá una persistencia anormalmente prolongada, primará la sustitución de financiamiento.

Enfatiza que este tipo de razonamiento resulta particularmente relevante hoy, no solo por la expectativa de que las tasas externas permanecerán bajas por mucho tiempo, sino también porque el nivel del TCR actual está en el límite inferior del rango consistente con sus fundamentales de largo plazo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán prosigue, solicitando expresamente que la opinión que emitirá a continuación se excluya de la Minuta de la presente Reunión. Efectuada esta prevención, manifiesta, a título personal, que la mejor combinación es elevar la tasa e intervenir el mercado cambiario, tal como lo manifestara el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón hace dos meses. Complementa su planteamiento, señalando creer que en ausencia de una intervención, un aumento de la tasa le resta potencia a la política monetaria futura, por las razones ya mencionadas.



En razón de lo expuesto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que, en esta oportunidad, su voto es por mantener la tasa en su nivel actual de 3%. Con todo, manifiesta estar disponible para sumarse a la mayoría, en la medida que esta sea distinta de su voto, lo que ya ha ocurrido.

Hace el alcance que la aparente contradicción con lo que ha planteado no es tal, en la medida que el rol como Consejero del Banco Central de Chile es de tratar de construir consenso. Asimismo, indica que en la medida que las expectativas incorporen el riesgo, a su juicio significativo, de un deterioro de las condiciones externas, parte de la validez del razonamiento anterior se atenúa.

Por último, el Vicepresidente señor Manuel Marfán solicita que en la Minuta correspondiente a esta Reunión no se pierda el razonamiento expuesto, con excepción de lo planteado en materia de intervención cambiaria.

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a su intervención, señalando que la economía chilena sigue creciendo con relativo vigor, al igual que casi todas las economías emergentes, mientras que las economías avanzadas lo hacen con lentitud, con amplias holguras de capacidad y elevados niveles de desempleo. Hace presente que este es, básicamente, el escenario que se delineó en el IPoM de septiembre y que no es muy distinto del que se presentará en el Informe próximo.

Destaca que la economía internacional ha mostrado señales algo más positivas en lo más reciente, en particular con respecto al precio de los activos financieros. No obstante, indica que el alza de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos podría ser una anticipación de los problemas fiscales, y que la fragilidad de su moneda aún refleja perspectivas de una débil recuperación. Agrega que en Europa continúan las tensiones financieras, y que no se puede descartar, sino que es más bien altamente probable, que se vuelvan a presenciar focos de tensión, que, a su vez, muy probablemente no debieran deteriorar de manera significativa el ya débil panorama de las economías avanzadas.

En el ámbito interno, el Presidente señor José De Gregorio menciona que el último registro del Imacec sorprendió a la baja, pero fundamentalmente debido a factores de oferta, como el lento crecimiento de la producción minera y una menor actividad en el sector EGA. Manifiesta que aunque habría algunas noticias de menor actividad en el resto de los sectores, esta se debería a factores transitorios. Con todo, destaca que el agregado para el resto de los sectores continúa creciendo con rapidez, incluso algo más rápido en la proyección actual que lo esperado un par de meses atrás.

Por el lado de la inflación, precisa que ha sido algo menor que lo esperado, en parte por algunos precios específicos, como también por menores presiones de precios de los bienes importados. Indica que ello es coherente con la apreciación del peso y con perspectivas de inflación algo más contenidas que las que existían antes de que comenzara la significativa apreciación del peso. En todo caso, plantea que, en la medida que se estabilice el peso, la principal fuerza que impulsará la inflación será la brecha que se cerrará pronto, y que luego será positiva mientras el producto siga creciendo por sobre su tendencia de largo plazo. En este contexto, hace hincapié en que es importante continuar con la normalización de la política monetaria a niveles más coherentes con la neutralidad del impulso monetario.

El Presidente señor José De Gregorio señala que es importante destacar también que en el mundo, el precio de los *commodities*, en general, y de los alimentos, en particular, han estado experimentando alzas y que ya están teniendo efectos en otras economías emergentes, incluso en muchas de las cuales que están hoy días sufriendo apreciaciones en su tipo de cambio. Añade que, en Chile, el aumento de los márgenes en el



alza de los precios del año 2008 y la apreciación del peso dan algún espacio de contención inflacionaria, pero que, en todo caso, este es un riesgo que se debe considerar, en especial por sus potenciales efectos de propagación.

Por lo tanto, el Presidente señor José De Gregorio es de opinión que se debiera continuar subiendo la TPM de manera moderada, y que es por ello que su inclinación es por subir la TPM en 25 puntos base. Plantea que si bien la alternativa de mantener la tasa no se puede descartar del todo, estima que envuelve riesgos que no cree que valga la pena asumir hoy día. En primer lugar, señala que el mercado tiene internalizada un alza de 25 puntos base, de modo que es difícil pensar que vaya a haber una reacción importante en los precios de los activos financieros, en particular del tipo de cambio. En segundo lugar, indica que una mantención podría dar una señal de que el Banco conducirá la política monetaria con temor a su impacto cambiario, pudiendo afectar indeseadamente las expectativas de inflación. Al respecto, menciona que más allá de fricciones financieras en las medidas de compensaciones inflacionarias, se puede asegurar que las expectativas están bien alineadas con la meta, lo que favorece el logro de ella.

Añade que, sin lugar a dudas, en las próximas reuniones habrá que evaluar si se deben o no realizar pausas en el retiro del estímulo monetario, pero que, en esta ocasión, no le parece que ello se justifique.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio expresa que su voto es por subir la TPM en 25 puntos base.

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

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

163-01-101216 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,25% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,25% anual.

En el ámbito externo, continúan las señales de crecimiento moderado en las economías desarrolladas, que contrasta con el dinamismo de las economías emergentes. En los mercados financieros internacionales, en las últimas semanas se mantienen las preocupaciones respecto del riesgo de algunas economías europeas. La lenta recuperación de los países desarrollados continúa siendo un factor importante de riesgo para las economías emergentes. Asimismo, se ha acentuado el aumento de los precios internacionales de materias primas, incluyendo alimentos y energía, lo que está impactando en los registros de inflación de algunas economías.



En el plano interno, las cifras de actividad, demanda y empleo continúan evolucionando positivamente. La inflación ha estado algo por debajo de lo esperado, ante una menor inflación de los bienes importados. Las expectativas privadas se mantienen alineadas en torno a 3% dentro del horizonte relevante para la política monetaria. El peso se ha apreciado con respecto al dólar desde la última reunión.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:05 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente




JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

