



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 147 celebrada el 15 de diciembre de 2009

En Santiago de Chile, a 15 de diciembre de 2009, 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 Subrogante don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asisten también los señores:

Ministro de Hacienda Subrogante, don Alberto Arenas de Mesa;
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 Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
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 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° 147, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de junio 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 Gerente de Análisis Internacional indica, en primer término, que la actividad continúa recuperándose a nivel global, y que la producción industrial y las exportaciones exhiben cifras en el margen positivas, tanto en economías desarrolladas como emergentes, dando cuenta de la evolución del sector comercio internacional y de la continuación del proceso de regulación de la actividad.

En materia de precios de viviendas, el señor Sergio Lehmann destaca las nuevas alzas registradas en varias economías, especialmente en el Reino Unido, Australia, Nueva Zelanda, así como los aumentos en el margen en Estados Unidos. No obstante, advierte que la persistente caída del precio de las propiedades comerciales se mantiene como factor de riesgo respecto de lo que puede estar desarrollándose durante el 2010.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 2.-

El señor Lehmann, refiriéndose a las condiciones crediticias, menciona que si bien los indicadores de morosidad de los créditos totales *prime* y *subprime* hipotecarios han continuado aumentando, han tendido a moderarse en el margen. Agrega que la ejecución de hipotecas también ha continuado subiendo, pero también de manera bastante más moderada. La venta de viviendas, por su parte, muestra algún grado de recuperación, dinamizándose la de viviendas nuevas y viviendas existentes, por lo que tanto el tiempo que estas tardan en venderse como la construcción de viviendas se han desacelerado fuertemente respecto al máximo que alcanzó hacia fines del año 2008.

En cuanto a los créditos bancarios en Estados Unidos, el Gerente de Análisis Internacional reporta que han continuado cayendo y que la variación mensual continúa con signo negativo, aun cuando en el margen algunos ya están mostrando cifras positivas, como son los créditos hipotecarios. En todo caso, subraya que las caídas son bastante más tenues que las alcanzadas hace algunos meses, por lo que se puede afirmar que se está frente a un síntoma positivo.

La deuda pública bruta, continúa, se ubica en el nivel más alto en sesenta años y seguirá siendo un elemento de preocupación durante varios años más. Al respecto, informa que los gastos han tenido un aumento muy sustancial a propósito de la crisis, pero no de la magnitud de los registrados en los años cuarenta con motivo de la segunda guerra mundial, y que los ingresos cayeron durante los primeros meses del año, a raíz de la crisis y la caída de la actividad, por lo que el déficit fiscal ha aumentado de forma importante. De acuerdo con las proyecciones, señala que se espera que el déficit fiscal se va a mantener, e incluso aumentar algo más durante los próximos años, y que tenderá a estabilizarse en un nivel en torno al 100% del PIB. Al respecto, y respondiendo consultas de los señores Consejeros, el señor Lehmann aclara que de acuerdo con datos efectivos, la deuda pública bruta estará en torno a 80 - 100% del PIB, dependiendo del gasto efectivo en el cuarto trimestre, mientras que la deuda neta de activos asociados, como *AIG*, *Fannie Mae*, *Freddie Mac* y otros, bordea el 60% del PIB.

En materia de crecimiento, el señor Sergio Lehmann indica que las cifras dan cuenta de un crecimiento sin grandes cambios para el 2009, y ligeramente mayor a partir del 2010, por un Asia y una América Latina algo más dinámicas, y estable para el 2011.

Respecto de la inflación, el Gerente de Análisis Internacional hace presente que la inflación subyacente se mantiene moderada en las economías desarrolladas, agregando que ello es motivo de preocupación en el Banco, por cuanto los movimientos registrados por el IPCX e IPCX1 en Chile son significativamente más marcados en comparación con otras economías, como es el caso de Estados Unidos, la zona Euro y Japón, que tienen bastante estabilidad. En algunas economías emergentes, añade, también ha mostrado cierta variabilidad, pero menor que en Chile, como es el caso de Taiwán, Tailandia y República de Corea.

Las tasas de interés también han registrado movimientos, afirma, pero, en general, se han mantenido bastante más estables comparadas con el cierre del mes anterior. Reporta que se ha observado un aumento solo en el margen en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos, tanto de aquellas a 10 años y de forma algo más marginal en las a 2 años, asociado al indicador de actividad algo más optimista que el esperado, mientras que en la zona Euro las tasas largas muestran bastante estabilidad.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09

3.-

El Consejero señor Manuel Marfán consulta cuál es la diferencia entre la tasa de política monetaria (TPM) objetivo y la tasa efectiva, a lo cual el señor Sergio Lehmann explica que esta última corresponde a la tasa *overnight* interbancaria. Agrega que ella ha estado en un nivel intermedio del rango definido para la tasa objetivo de la Reserva Federal (FED), aclarando que esta es la tasa a la que la FED presta a los bancos y no la Libor. En el caso de la zona Euro, en tanto, la diferencia, en general, es bastante más marcada, ya que la TPM es de 1%, pero la tasa efectiva está en torno a 0,5%.

El señor Marfán manifiesta que no tiene sentido que el Banco Central Europeo (BCE) establezca que su tasa de interés es de 1% y que la baje cuando resulta redundante, a lo cual el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, menciona que el BCE ha mantenido esta disociación entre tener una tasa objetivo de 1% y validar tasas de mercado bastante más bajas que eso. Esa es una decisión que han adoptado y lo han hecho a través de operaciones de provisión de liquidez más barata, acota el señor Presidente.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón complementa, indicando que el BCE hizo otro cambio, que fue bajar la facilidad de depósito de -0,50 a -0,75%. Afirma que fue extraordinariamente expansivo, dado que la mitad del banco quería mantener el 1% y la otra quería bajar la tasa a 0,5%, y que, sin hacerlo, lo lograron.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que lo mismo le ocurre al Banco Central de Chile, ya que la tasa está en 0,5%, pero en 0,35% efectivamente, a lo cual el señor de Ramón añade que ello se debe a que el Banco también ha sido expansivo.

El señor Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación, señalando que las paridades presentaron movimientos mixtos frente al dólar en el último mes y fuertes apreciaciones respecto de marzo último. En relación con la última RPM, destaca la significativa variación en Rusia, mientras que comparado con marzo de este año, se observa una apreciación generalizada de las monedas.

En materia de bolsas y *Credit Default Swaps* (CDS), el señor Sergio Lehmann da cuenta de movimientos mixtos durante el último mes. Destaca las caídas registradas en las bolsas de Dubai y Grecia; en el primer caso, producto de la amenaza que hubo de moratoria respecto de una empresa del Estado, mientras que en Grecia, debido a problemas fiscales. Agrega que los CDS de Dubai y de Grecia también aumentaron, mientras que en otras economías presentaron movimientos mixtos. Destaca, asimismo, que respecto al 15 de septiembre del 2008, varias economías exhiben rendimientos bursátiles positivos, es decir, han recuperado los niveles alcanzados en ese momento, y que en el caso de CDS, los movimientos están por debajo de aquellos registrados a esa fecha.

El señor Lehmann hace presente que si se observa con algo más de detalle la evolución de los CDS y del EMBI Global en aquellos países que, de alguna manera han generado cierta preocupación en el último mes, en el caso de Dubai se ve claramente el salto asociado a la amenaza de moratoria, así como la caída importante registrada el último día, dada la noticia de que el Banco Abu Dhabi va a apoyar a la empresa estatal. Por esta razón, el riesgo eventual de *default* tiende a disiparse de alguna manera, y, consiguientemente, se produce una caída importante en sus CDS. En Grecia, en tanto, los CDS han tenido una trayectoria hacia el alza, pero, de todas maneras, su nivel es bastante más bajo comparado con el EMBI Global, aun cuando se esté hablando de *spreads* en torno a 200 puntos base.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09

4.-

El Consejero señor Manuel Marfán solicita que le confirmen si Grecia y Portugal tenían *spread* CDS igual a cero hasta fines del año 2008, a lo cual el señor Beltrán de Ramón responde que era cercano a 10 puntos base sobre el bono alemán, que es el *benchmark*.

El Presidente aclara que esos puntos porcentuales son del monto del crédito, sobre la operación que se está cubriendo, y agrega que el CDS es una prima que se paga por una operación en caso que el cliente quiebre. Por su parte, el Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan, acota que es un porcentaje sobre el monto asegurado y que lo que se paga es lo que cae en no pago, o sea, la pérdida realizada. Para finalizar con este tema, el Presidente señala que la definición de *CDS spread* es la siguiente: "*the annual amount the protection buyer must pay the protection seller over the length of the contract expressed as a percentage of the notional amount*", es decir el porcentaje sobre la cantidad notional.

A continuación, el señor Lehmann menciona que las volatilidades de las monedas se han estabilizado en niveles más altos que los registrados antes de la crisis, especialmente en el caso de República de Corea, Australia e Indonesia. Añade que lo mismo ocurre en algunas economías de América Latina, y en Chile, en particular, esta está también ligeramente por encima del nivel de 2008.

Respecto de los mercados bursátiles emergentes y flujos de capitales, el Gerente de Análisis Internacional indica que los primeros han continuado una trayectoria positiva, destacando la dinámica que han tenido las bolsas en América Latina, lideradas particularmente por Brasil, y la estabilidad registrada en las bolsas de Europa emergente en el último mes. Los flujos de capitales, por su parte, han tenido un comportamiento bastante positivo durante ya varios meses, en línea con la recuperación de las bolsas.

En materia de volatilidad del mercado bursátil, el señor Sergio Lehmann señala que para las economías emergentes se construyó un indicador similar al VIX (*Volatility Index*) — que está asociado a S&P 500—, el que arroja que las volatilidades son bastante similares y muy en línea con lo observado en el año 2008.

Al continuar, el señor Lehmann reporta que los precios de *commodities* exhiben movimientos mixtos, destacando las alzas en los precios del cobre y de algunos otros metales. Los combustibles, en cambio, y el petróleo en particular, registran caídas bastante relevantes, de 10% aproximadamente, las que se reflejan en el índice agregado para energía, GSCI energía (*Goldman Sachs Commodities Index*), que registra una caída en torno a 7 y 10%.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que no le parece tan claro que el alza de los alimentos se haya incorporado al índice GSCI granos y cereales, a lo cual el señor Lehmann muestra que, en términos de tendencias, sí se aprecia un aumento en los precios de los alimentos, y que en el último mes la caída en el precio del maíz tendió a compensarse con el aumento en el precio del arroz, y que el del trigo también aumentó.

Luego, el señor Sergio Lehmann informa que la Gerencia a su cargo realizó un ejercicio simple para entender cuál es la vinculación que está mostrando el precio del cobre con las importaciones de China, el que arrojó que, en términos de correlaciones cruzadas, se está observando que predomina una correlación negativa entre ambas variables, es decir, que se puede interpretar que las importaciones chinas tienden a aumentar en los períodos en los



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09

5.-

cuales el precio es bajo, y que ellos reducen sus importaciones cuando los precios alcanzan niveles muy elevados. Luego, señala que se puede sostener que la dinámica que aparentemente está detrás de la lógica de los chinos es acumular reservas estratégicas cuando el precio tiende a bajar y desacumular cuando el precio tiende a subir. De hecho, indica que las cifras muestran que el precio antecede a las importaciones, o sea, reaccionan de alguna manera a los movimientos de precios.

Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán plantea que la regresión debería ser con rezago. Indica que si el precio es bajo y los chinos aumentan sus compras, entonces el precio sube, por lo que si la regresión se hace contemporánea, ello es cierto, pero si los chinos aumentan sus importaciones fuertemente porque el precio estaba bajo y como consecuencia de eso el precio sube, entonces el precio sube porque los chinos aumentaron, pero con rezago, o sea, no es contemporáneo.

En materia de precios, mirados con distintas denominaciones, el señor Sergio Lehmann menciona que, en general, se observa claramente un elemento importante asociado a la depreciación del dólar, ya que expresados en otras monedas el movimiento es algo más atenuado. En el caso particular del precio del petróleo, señala que las caídas son bastante más marcadas cuando se expresa en otras monedas, por lo que hay claramente un efecto asociado exclusivamente a la denominación. Además, tiene un efecto que está asociado a las elasticidades de monedas sobre precio que, de alguna manera, tienden a acentuar esta diferencia.

Asimismo, el señor Lehmann se refiere a índices agregados de algunos *commodities*, con base 100 al 2 de enero de 2006, los que dan cuenta de una recuperación de precios en la mayor parte de ellos y una dinámica más moderada en el caso de los combustibles.

El Gerente de Análisis Internacional menciona a continuación que la trayectoria del precio del oro ha estado bastante en línea con la variación del precio de otros *commodities*, aunque en un nivel claramente más alto que el resto de estos últimos, destacando que la diferencia central está en que este no registró la caída derivada de la crisis de *Lehman Brothers*, sino que, de hecho, tendió a aumentar en el margen.

Finalmente, y a modo de resumen, el Gerente aludido señala que se está proyectando un precio del cobre de US\$ 2,70 la libra para el próximo año y también para el 2011, mientras que hay una ligera revisión del precio del petróleo WTI, respecto de lo observado algunos días atrás, que ha tenido también un correlato, particularmente en los futuros para el próximo año. Agrega que el precio de la gasolina también tiende a caer respecto de lo proyectado días atrás, tanto para el presente año como para los años 2010 y 2011.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la exposición del señor Sergio Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Manuel Marfán manifiesta no advertir la correlación del precio del oro con los otros *commodities*, mientras que esta sí es evidente entre el índice de metales y el del cobre. El Consejero señor Enrique Marshall, en tanto, comenta que si bien hay una tendencia al alza, los distintos *commodities* tienen diferentes historias, ya que hoy día probablemente hay una fuerza muy grande tendiente a sustituir combustible en el mundo, que



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 6.-

pone en perspectiva el movimiento del petróleo en adelante, mientras que el cobre parece muy dominado por el desarrollo de China y su importación desde esa economía.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca el caso particular de los alimentos, señalando que uno de los elementos que hay detrás dice relación con factores climáticos, como las sequías en el norte de Sudamérica y algunas inundaciones en China, que han tenido un impacto en los precios de los cereales y granos.

No habiendo más comentarios, el señor Presidente concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, para que exponga sobre el escenario nacional.

El Gerente de Análisis Macroeconómico comienza su exposición, mencionando que el Imacec, después haber registrado una variación negativa en septiembre, tuvo una variación mes a mes a de 0,4% y una variación interanual de -0,9% en octubre, bastante en línea con lo anticipado el mes previo. Señala que entre los componentes del Imacec destaca la recuperación bastante importante de las líneas vinculadas a inversión. Por el lado de la demanda, en tanto, la inversión todavía está más débil y entre los ítems que cayeron, la inversión fue justamente la línea que más cayó.

El señor Claudio Soto menciona a continuación que el comercio ha estado más bien dinámico, excepto el componente mayorista, que luego de haber tenido un repunte muy fuerte a mediados de año, ha tendido a estancarse.

Por el lado de las perspectivas de los empresarios, el Gerente aludido informa que todos los sectores tienen cada día perspectivas más optimistas respecto de la situación económica, salvo el sector construcción, que si bien está recuperándose, permanece en niveles pesimistas.

Respecto de la evolución de los inventarios en industria, el señor Claudio Soto reporta un pequeño quiebre de la tendencia a la baja que se había venido observando, ubicándose algo por sobre el promedio histórico, lo cual indicaría que la desestacionalización de existencias debería estar deteniéndose dentro de unos meses.

El señor Soto informa que las importaciones de bienes de capital también exhiben un cierto repunte, pero que todavía están a niveles bastante bajos comparados con los algo más de USD 600 millones mensuales que debiesen alcanzar el próximo año. Al respecto, plantea que quizás no es tan relevante compararse con los años 2007 y 2008, época del *boom* de inversiones en maquinarias y equipos, pero sí con las perspectivas para el 2010, respecto de las cuales aún están bajas en el margen.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico indica que los inventarios mostraron una fuerte caída en el tercer trimestre, llegando a niveles bastante por debajo de los promedios que tuvo desde el 2003 hasta el 2008. Esta desacumulación, explicada fundamentalmente por industria, podría estar tendiendo a una desacumulación de inventarios no deseada, en el sentido que hay un aumento en las ventas más rápido que el aumento de la producción, por lo que puede producirse un cierto rezago.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09

7.-

Las perspectivas de los consumidores, por su parte, exhiben un cierto retroceso en el margen en términos desestacionalizados, después de que el correspondiente índice de percepción registrara aumentos por varios meses. Explica que los datos de noviembre arrojan que las preguntas referidas a compra de bienes de consumo durables han seguido subiendo en el margen, en tanto que aquellas sobre la situación económica, la situación familiar y las perspectivas hacia adelante, tendieron a retroceder un poco en el margen.

Respecto de las perspectivas, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el modelo de energía, que sirve para sostener la proyección de noviembre, indica que el Imacec crece 1,3% en doce meses, 0,1% mes a mes y que la velocidad es de 0%. Agrega que otro modelo con el que se están haciendo las proyecciones trimestrales, tiene implícito para noviembre una variación de 1,7% en doce meses y de 0,5% mes a mes. Explica que este es un modelo muy sencillo, que considera el Imacec pasado con el dato de energía del mes, y en el que la proyección del trimestre se basa en modelos tanto por el lado de la demanda para el consumo y para la inversión como por la oferta, por lo que el análisis para el trimestre resulta mucho más completo. Agrega que el 1,3% mencionado sirve para ajustar el juicio para el trimestre, indicando que si el dato del Imacec con energía fuera muy distinto del implícito, se tendría que ajustar la proyección del trimestre como un todo, esto es, si el dato de energía fuera de -2%, sería imposible tener el crecimiento de 1,1% que se proyecta para el trimestre. Añade que las variaciones de 1,3 y 1,7% están bastante en línea, por lo que el 1,3% calculado con el modelo de energía permite estar relativamente confiados de que la proyección para el trimestre como un todo es más bien correcta.

Al proseguir, el señor Claudio Soto hace presente que con ello se está corrigiendo el crecimiento para el año a -1,9% respecto de la RPM pasada, lo que se explica principalmente por la corrección del cuarto trimestre, que no está asociada a correcciones en sectores específicos, sino que influida por una corrección del IVA desde 4,3%, que se tenía en noviembre, a 1,9% en diciembre. En cuanto a los sectores, en el cuarto trimestre de 2009 se corrige principalmente construcción algo a la baja e industria y recursos naturales algo al alza. El sector resto como un todo, se corrige levemente a la baja.

Respecto del IVA, el Consejero señor Sebastián Claro señala que las cifras están indicando que la recaudación nuevamente fue menor. En su opinión, en una circunstancia como la actual, la evasión es significativamente mayor que en tiempos normales, lo que podría llevar a sobreestimar la caída del PIB si solo se considera la recaudación del IVA. En razón de ello, consulta si hay alguna corrección cíclica por ese efecto, ya que es sabido que en épocas de crisis, como la actual, hay mucha actividad que se realiza sin IVA.

El señor Claudio Soto aclara que las cifras expuestas corresponden a la medición del IVA y no a una estimación de algún componente dada la oferta implícita anterior. El Gerente de División Estadísticas, señor Ricardo Vicuña, explica que este es el IVA teórico, simplemente el consumo de cuentas que se le aplica a las tasas de impuesto del año base. Agrega que extrapola fundamentalmente lo que se está midiendo trimestralmente en consumo, obteniéndose el IVA teórico. No es recaudación efectiva, afirma.

El Vicepresidente Subrogante señor Manuel Marfán añade que prácticamente toda la evasión del IVA se concentra en transacciones nacionales e importaciones, salvo las de contrabando, que no están registradas en cuentas nacionales. De acuerdo con ello, entonces, si se tiene una caída muy brusca en el valor de las importaciones, puede haber un aumento en el



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09

8.-

porcentaje de evasiones, aun cuando no aumente la evasión, sino que por el hecho que solamente la parte que evade tiene una mayor ponderación. A su juicio, eso es lo que está ocurriendo. Agrega que el IVA representa más o menos el 8% del producto, por lo que si se tiene una sorpresa en la recaudación de 2,5%, explica el 0,1% en la caída y la mitad entre el -1,7 y el -1,9% del PIB.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, señalando que por el lado de la demanda también hay una corrección a la baja para el año y que lo más importante es que hay una corrección a la baja en inversión asociada a la sorpresiva e importante reducción de existencias en el tercer trimestre. Añade que, sobre la base de la información mensual de producción y ventas, se estima que la recuperación de la actividad de este trimestre y el próximo se daría con aumentos moderados en la velocidad del PIB. Informa, asimismo, que la velocidad del cuarto trimestre está en línea con la velocidad del PIB potencial y que la del primer trimestre de 2010 está algo por sobre ella. Hace notar también que si se revisan las velocidades históricas, y partiendo de niveles bastantes bajos, hoy se están observando velocidades no muy superiores a ellas, razón por la cual se habla ahora de velocidades moderadas.

Agrega que la dinámica para la variación de existencias que está implícita en estas proyecciones abre un foco de incertidumbre respecto de la velocidad deseada, ya que se podría dar que la variación de existencias deje de caer este trimestre o el próximo y se produzca un rebote hacia marzo del próximo año. Ese es uno de los focos de preguntas que abre este semestre, anticipa.

Al respecto, el señor Manuel Marfán sostiene que todo depende de cómo se defina velocidad histórica, ya que si se la define como la velocidad a la cual se sale de las recesiones, esa velocidad es bajísima. Añade que Chile normalmente ha salido rápido de las recesiones con velocidades muy altas, y que, incluso, en el año 1999 y en años previos, estas fueron muy altas, por lo que se puede afirmar que las actuales corresponden más bien a una salida moderada.

Esa moderación se refiere a la actividad real del PIB, sostiene el señor Enrique Marshall, ya que si se observa la demanda, no parece tan moderada. El señor Claudio Soto reitera que la reversión de las tasas de crecimiento en el escenario actual es muy parecida a lo que ocurrió en el año 1999 post crisis.

El señor Marshall agrega que la actividad se sigue mostrando débil y que antes de la crisis, esta y las importaciones ya lo eran. En su opinión, lo que va a empujar la actividad será la situación de la inversión y la recuperación de los durables, variables que tienen un fuerte componente importado, por lo que en la salida se va a observar un aumento significativo en las importaciones. Esa va a ser la señal, afirma.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que datos adicionales del cuadro macroeconómico del *IPoM* indican que se está pasando de una demanda interna que cae 7,4% este año a un crecimiento de 8,9% el próximo, mientras que en el año 1999 las variaciones fueron de 6,1 y 5,9%, respectivamente. Agrega que este año la caída de las importaciones es de 15,7% y se espera un crecimiento de ellas de 14,3% el próximo año. Al respecto, el señor Marshall comenta que la diferencia respecto de los años



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09

9.-

1998 y 1999, es que entonces las exportaciones en el sector agrícola natural pudieron apoyar más, mientras que ahora presenta debilidades, por lo que no van a contribuir demasiado.

Al continuar con su exposición, el señor Claudio Soto informa que la tasa de desempleo se ubica por debajo del 10%. En términos desestacionalizados, esta presenta una segunda caída consecutiva por un aumento del empleo más bien generalizado. Señala que hasta el mes previo se observaba que los empleos por cuenta propia habían estado subiendo y que habían compensado la caída del grupo de asalariados, en tanto que en septiembre, por primera vez, se observó un aumento del empleo asalariado, compensando, a su vez, la caída del empleo por cuenta propia. En octubre, en cambio, se observó por primera vez que ambas categorías de empleo subieron con respecto al trimestre previo.

En relación con los salarios nominales, el señor Soto da cuenta de una moderación en su tasa de crecimiento en el margen. Hace presente que el costo de la mano de obra está creciendo 0,2% mensual aproximadamente y que si bien con ello los salarios reales, si se miden y se deflactan por el IPC, registran un aumento año a año, en realidad se han desajustado bastante, influidos por el deflactor utilizado. Explica que si se considera el deflactor del PIB, el panorama cambia bastante, ya que en vez de haber aumentos hay una caída.

El señor Soto, refiriéndose ahora al IPC, señala que la variación de -0,5% registrada en el mes constituyó una sorpresa, y que más allá de los elementos puntuales que sorprendieron a la baja, el índice registró caídas bastante generalizadas en casi todos los ítems. Reporta que las principales sorpresas se concentraron una vez más en vestuario, respecto del cual se esperaba una variación más bien clara y hubo una caída adicional; también llamaron la atención las tarifas eléctricas, ya que si bien se sabía que venía una indexación a la baja, la medición del INE arrojó un número más bajo que el esperado. Sorpresas adicionales provinieron de frutas y verduras, que tuvieron una variación cercana a 0%, menor, dado que debió haber habido un cierto aumento en noviembre por la estacionalidad. Con estos datos, el señor Soto informa que la velocidad en el margen tiende a reducirse.

En la proyección, prosigue, el principal supuesto que se modifica es el tipo de cambio. Indica que a ello se suma también una leve corrección a la baja en el precio de los combustibles, por lo que se tendría una proyección del IPC que se corrige a -0,4% en febrero y marzo, en tanto que recién en abril se tendría una variación anual del IPC positiva, de 0,3%. Detalla que dentro del horizonte de proyección, en general se tienen variaciones mensuales negativas en los próximos dos meses, en febrero sería cero y a partir de marzo recién se registrarían variaciones positivas mes a mes, producto de la estacionalidad de ese mes y factores estacionales, en general. Agrega que en el caso del componente subyacente no se observan espacios para que haya variaciones mes a mes positivas que permitan afirmar la convergencia de la inflación hacia el 3%.

En relación con la trayectoria del IPC, el señor Claudio Soto destaca que la principal corrección a la baja, respecto de la proyección anterior, se da por menores precios de los combustibles y el efecto del tipo de cambio en combustibles. Con todo, indica que, en adelante, la única parte donde se observarán incidencias positivas año a año será justamente en combustibles, dado que se espera que los otros componentes del IPC tengan una contribución negativa en la inflación.

ml



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 10.-

Para finalizar en materia de inflación, menciona que los distintos modelos de series de tiempo avalan la trayectoria proyectada para el IPC.

Con relación al mercado financiero, el Gerente de Análisis Macroeconómico reporta que la noticia más relevante, respecto de la última RPM, es lo acontecido con las tasas reales, sobre todo las de los BCU-5 y BTU-20, que han mostrado aumentos relevantes, agregando que las tasas de los BCU-5 exhiben una trayectoria ascendente desde hace algunos meses.

Menciona que la Gerencia a su cargo cuenta con modelos que permiten estimar cómo se verían estas tasas. Plantea que un modelo simple de paridad predice que el promedio de estas tasas no sería muy distinto hasta noviembre y que, de hecho, los residuos son levemente positivos. Los datos promedio de diciembre, en tanto, indicarían que los residuos en el margen para los BCU-10 al menos, podrían estar en la parte superior del intervalo de confianza de la estimación, o sea, algo por sobre lo que dirían los modelos de paridad. Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio agrega que las expectativas de inflación consideran el plazo del papel y que esas tasas son muy sensibles a las noticias de inflación, al menos en el caso de los BCU-5.

El señor Enrique Marshall sostiene que podrían estar incorporando expectativas de que la inflación va a permanecer muy baja por mucho tiempo, lo cual resulta muy complicado para muchos inversionistas por la forma como se contabiliza, citando que las compañías de seguros solamente devenguen intereses, no devenguen reajustes.

El señor Pablo García señala que lo que se busca con los modelos es determinar la magnitud de la diferencia respecto a la volatilidad tradicional que tienen estas variables, y que la diferencia resulta ser no mayor que 20 ó 30 puntos.

Respecto de las tasas de colocación, el señor Claudio Soto indica que se repite un fenómeno registrado en otros meses, esto es, se mantienen estables. En el margen, nuevamente se aprecia que las tasas están más bien planas, como es el caso de las tasas de colocación comerciales. Precisa que hasta la semana anterior, la tasa de colocaciones de consumo de 3 años o más había tenido una caída bastante relevante y que con los datos adicionales del mes de diciembre esto se revierte. Destaca que la única que se ve con una cierta caída es la tasa de colocación de consumo con un plazo de 90-360 días.

En cuanto a los niveles históricos de las tasas, señala que resulta interesante observar que las tasas de colocación comerciales están por debajo de sus niveles históricos, mientras que las tasas de colocación de consumo están por sobre ellos, con niveles de inflación bastante más bajos ahora que en el pasado y con tasas de política más bajas. Lo interesante, reitera, es que en el caso de consumo no se había visto una desaceleración tan marcada.

El señor Claudio Soto, refiriéndose a los *spreads*, indica que se ha hecho una separación por plazo, observándose que los *spreads* a 30-89 días han bajado y están en niveles comparables a los que hubo en el período precrisis y en niveles bajos si se los compara con los exhibidos a comienzos de la década. Los *spreads* de 90-360 días, en tanto, se han mantenido por sobre los que llegaron a estar antes de la actual crisis, algo por debajo de lo que estuvieron en el momento de la crisis de 1999 y comparados con los valores históricos, no están más altos que a comienzos de la década. Los *spreads* de las colocaciones de 1 a 3 años,



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 11.-

por su parte, se ven bastante volátiles, incluso desde una perspectiva histórica, por lo que resulta difícil afirmar si estos son actualmente muy altos o muy bajos.

Al proseguir, el señor Soto menciona que las colocaciones registran una incipiente recuperación. Las colocaciones de consumo muestran variaciones desestacionalizadas al alza ya por algunos meses, lo mismo que las colocaciones para la vivienda medidas en UF. Las colocaciones comerciales, en cambio, aún no exhiben una recuperación clara, situación que va está más allá del tema de la moneda en que se midan, ya que haciendo un ejercicio de excluir las colocaciones comerciales medidas en dólares, el cuadro es exactamente el mismo, esto es, que en el margen todavía se ven variaciones mes a mes negativas.

El señor Enrique Marshall comenta que las cifras expuestas están muy afectadas por las grandes empresas, que constituyen el 60% del total, ya que el comportamiento de las empresas ha tendido a modificarse. Explica que en el período octubre-noviembre del año pasado, por un tema de aversión al riesgo, estas recurrieron significativamente al crédito bancario, y que, posteriormente, se han ido deshaciendo de ellos y han emitido bonos.

El señor Pablo García precisa que las cifras expuestas corresponden a variaciones mensuales, y que ellas dan cuenta de una subida después de julio, aumento que corresponde justamente a la mayor demanda por liquidez en el momento de la crisis. Señala que después cayó y que ahora se mantiene básicamente en torno a cero.

Al respecto, el señor Claudio Soto hace presente que un punto que ha estado también en la discusión es el efecto que podría haber tenido el Banco del Estado, en particular el haber sostenido las colocaciones comerciales de manera bastante notable durante este año. De no haber sido así, estas habrían registrado caídas incluso más intensas. Agrega que la política del Banco del Estado ha sido de apoyar este segmento, lo que no es tan claro en los otros segmentos ni en colocaciones de consumo e hipotecarias.

En cuanto al tipo de cambio, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que hubo una apreciación fuerte de la moneda durante el mes pasado, mientras que durante el presente ha permanecido sin mayores variaciones. Comenta que el tipo de cambio real está en 91, aproximadamente, y que ello se ha dado en un contexto de alta volatilidad de la moneda, detallando que la volatilidad intradía del tipo de cambio aumentó durante la crisis, luego tendió a disminuir, pero en el momento en que se produjo la apreciación de la moneda volvió a registrar un repunte.

Los mercados bursátiles, prosigue, se han mostrado más bien estables, en línea con lo que ha sucedido en otras bolsas latinoamericanas. Agrega que no se ven grandes diferencias, aunque sí un rendimiento relativamente mejor con respecto a bolsas mundiales por las caídas que estas han experimentado.

El señor Claudio Soto menciona a continuación que se había registrado un aumento fuerte en las velocidades de expansión de los agregados monetarios, que estas retrocedieron una vez que se instauró la FLAP, pero que este mes hubo un aumento nuevamente. Agrega que si se considera lo que indican los modelos en cuanto a cuál debiese ser la velocidad de crecimiento del dinero, aún se ve que quedan residuos negativos, es decir,



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 12.-

que aún hay espacio para que el dinero crezca o aumente sus tasas de crecimiento, dado los niveles en que está la tasa de política hoy día.

Respecto de las expectativas de mercado, el señor Soto indica que después del dato de Imacec de octubre se corrigieron de manera relevante a la baja para el cierre de año. Añade que habían estado bastante estables, en torno a 1,5%, pero que ahora se ubican en -1,8%, bastante en línea con lo proyectado. Para el 2010 aumentan levemente y se ubican en 4,5%, más bien dentro del escenario del rango de proyección que se vio en el *IPoM* pasado.

El señor Claudio Soto continúa, mencionando que las expectativas inflacionarias que se desprenden de los activos financieros muestran alta volatilidad. De hecho, señala que si se consideran los promedios de los últimos meses hasta lo que aconteció justo después de la RPM, se ve una caída importante y que ha tendido a tener una cierta reversión en los últimos días, que ha aproximado la compensación de vuelta a 3%. Agrega que si se consideran los bonos, las compensaciones uno a uno se han mantenido entre 1 y 2% ya por varios meses.

En cuanto a las perspectivas para la tasa de política monetaria, el señor Soto informa que se frenaron respecto de la última RPM y están indicando una tasa de 1,2% aproximadamente en julio de 2010 y una de 2,9 – 3% a diciembre del próximo año, más plana que lo que se tenía en noviembre, pero algo más empinada respecto de lo que se tenía en el *IPoM* de septiembre. De todas maneras, destaca que se observa una cierta convergencia entre las expectativas de tasa derivadas de la curva *forward*, las encuestas de expectativas y lo que responden los operadores de mesas de dinero.

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

El Consejero señor Manuel Marfán se refiere a la aceleración de la inflación, comentando que esta fue lejos más significativa antes de la crisis. Sostiene que el *pass through* en Chile, pensando principalmente en el precio del petróleo, es aparentemente muy superior al que tienen otras economías, introduciendo probablemente una significativa complicación. Menciona que otras economías que tienen metas de inflación las miden de otra manera, con medidas de inflación que eliminan ese tipo de volatilidad frente a la cual no se puede hacer nada. Agrega que el precio del petróleo está por sobre su precio de largo plazo, por lo que quizás es un buen momento para pensar en que el indicador a monitorear para efectos de la meta de inflación debiera depurarse de los elementos que no se controlan por la política monetaria. El señor Marshall manifiesta compartir lo expuesto por el señor Marfán y el señor José De Gregorio acota que Chile también presenta una inflación subyacente muy superior a la de otros países.

Al respecto, el señor Pablo García señala que estima que hay dos temas que considerar: el primero, que si la meta que se quiere alcanzar es sobre alguna medida de inflación subyacente que excluya estas volatilidades. Plantea que para efectos concretos de las proyecciones que se están aplicando estos días no haría mucha diferencia, porque todas las medidas están convergiendo a 3%. Luego, en la medida que se tengan cambios en los precios de *commodities* que sean suficientemente importantes en el horizonte de proyección, ahí sí que se podrían dar diferencias, aunque se suponga que la inflación subyacente va a estar claramente en un nivel distinto que su nivel total en cuatro años plazo. Agrega que en ese caso sí que se podrían producir diferencias y que ello requiere tener un diagnóstico de precios de



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 13.-

commodities con tendencias bien claras de aquí a dos años y no solamente un nivel plano, como es la métrica que se utiliza con futuros. En cuanto al segundo punto, manifiesta que para efectos de la coyuntura de evaluar qué es lo que ocurre con la inflación, en la División de Estudios se hace esa distinción, esto es, no solo se ve la inflación total, sino que toda la dinámica de costos, de brechas y de holguras, así como el tipo de cambio, y lo más persistente viene también influyendo la inflación subyacente sin alimentos y energía.

El Consejero señor Manuel Marfán recalca que desde un año a esta parte la diferencia entre la inflación anual es de más de 10 puntos y eso es algo que no le ha sido indiferente al resto de la sociedad como tampoco resulta ser la evaluación que ellos tienen respecto al Banco. Agrega que hace doce meses se pensaba que la inflación llegaría a 10%. Dicho índice llegó a algo más de 9% y ahora está en 12%. Al respecto, menciona que hay que considerar cómo reaccionan las encuestas de expectativas y la forma como la gente proyecta la inflación. A su juicio, la principal diferencia, tanto por el aumento de la inflación el año pasado como por la enorme caída de este año, se explica, en parte, por el *pass through* de los precios externos. Plantea que el problema del Banco es que no puede monitorear los precios internacionales, en tanto que en gran parte sí puede monitorear y tener influencia sobre los aspectos de segunda vuelta que tienen su impacto en la inflación. Agrega tener la impresión que la política monetaria es más estable o hay una volatilidad innecesaria con la política monetaria en la medida que las expectativas y la formación de precios está muy cargada a los impactos de primera vuelta por las variaciones de los precios internacionales.

El Presidente, señor José De Gregorio recuerda que el Banco subió la tasa cuando la inflación de segunda vuelta comenzó a subir y no la inflación de primera vuelta, agregando que allí hay una discusión respecto de si la primera vuelta traía mucha segunda vuelta o no, que es precisamente el punto central de la política monetaria. El Banco estimaba una inflación a 9,9% con una tasa de política monetaria en 8,25%, lo que es una cuestión incomprensible, salvo que se argumentara que lo que ocurría era que la inflación era menor eliminando los precios de alimentos, pero cuando se empezó a subir la tasa, en mayo del año pasado, fue cuando esa inflación comenzó a subir. Luego, indica que la pregunta que formula el señor Marfán es muy relevante y tiene que ver con esta tradicional discusión acerca de si se tiene que mirar el subyacente o el total al momento de la decisión, y esa es la parte complicada, porque la economía, aparte de tener muchos *shocks* externos, también pareciera tener harta propagación.

El señor Manuel Marfán manifiesta creer que se miraron mucho los efectos de segunda vuelta, si bien en su voto, al menos, lo que más pesó fue que se dispararon las expectativas a dos años. Recuerda que lo que se tenía era que aproximadamente la mitad del mercado le creía al Banco y la otra mitad estaba sesgada al alza, recalcando que el que no le crean al Banco es lo más grave que le puede pasar en un contexto adverso de inflación, a pesar que se estime que se está haciendo la mejor política. Hubo que reaccionar y fuerte. En resumen, el señor Marfán propone pensar en una posición para el futuro, ya que le parece que este es el momento para hacerlo.

El señor Pablo García cree entender de lo planteado que el hecho de tener una meta basada en inflación total hace que las tasas de inflación sean demasiado volátiles, porque si se tuviera una meta basada en inflación subyacente que fuera el 3% también, quizás eso llevaría a que las expectativas de inflación subyacente fueran menos sensibles a *shocks*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 14.-

No habiendo más comentarios, el señor José De Gregorio da por finalizada la sesión de la mañana, señalando que la reunión de la tarde comenzará a las 14:00 horas.

Siendo las 14:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 147, dejándose constancia que el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco excusó su asistencia en razón de encontrarse en París con motivo de la invitación que la OCDE cursó a Chile para convertirse en miembro de esa Organización. Por este motivo, será subrogado durante la sesión de la tarde por el Director de Presupuestos, señor Alberto Arenas de Mesa.

El Presidente, señor José De Gregorio, ofrece 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 mantuvo la tasa de interés y anunció, además, la reducción paulatina del plazo máximo de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), que, de hecho, comenzaría el día anterior, 14 de diciembre. Señala que en dicha Reunión se indicó también que ello era coherente con una TPM que se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% por un período prolongado, al menos hasta el segundo trimestre del próximo 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 las perspectivas de un mejor entorno de crecimiento se han mantenido, aunque las noticias coyunturales siguen mixtas, persistiendo un desempeño débil del mercado laboral en el mundo desarrollado. Informa, asimismo, que en los mercados accionarios la volatilidad ha vuelto a disminuir y las valoraciones bursátiles han repuntado. Los precios de los productos básicos, por su parte, se han mantenido altos, en un contexto de menor debilidad del dólar, en el que se destaca el surgimiento de episodios de turbulencia y el hecho de que sigue presente el desafío de consolidación fiscal en varios países, lo que ha presionado algunas primas de riesgo soberano.

A nivel local, prosigue, las perspectivas de crecimiento de corto plazo son ligeramente menores a las consideradas el mes pasado, a raíz de la acentuación de la caída de las existencias. Plantea que no obstante que el Imacec de noviembre sorprendió negativamente al mercado, persiste el diagnóstico de repunte de la actividad y la demanda, entrando ya en las proyecciones del primer trimestre del 2010 (expansiones anualizadas de 4,6; 4,8 y 5,9%, respectivamente, desde el tercer trimestre de este año hasta el primero del próximo). Respecto del mercado laboral, destaca que sigue dando muestras de una recuperación en el ciclo.

Luego, hace presente que en septiembre, la inflación del IPC fue inferior a la prevista tanto internamente como por el mercado, debido, en lo fundamental, a menores precios de los alimentos y vestuario, y que hacia los próximos meses se incorporan noticias por el lado de un menor precio en dólares de los combustibles y un tipo de cambio en torno a \$500, por lo que, en suma, estos antecedentes reducen en cerca de ocho décimas la inflación anual proyectada a abril del 2010, pero solo la mitad de ello con respecto al escenario del *IPoM* de septiembre.

Para finalizar su reporte, el señor Pablo García indica que las tasas de interés de colocación se mantuvieron estables y que el volumen de crédito ha tenido un repunte leve en



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 15.-

algunos segmentos, en tanto que el peso, luego de la apreciación reciente, ha tendido a mantenerse estable.

A continuación, el señor García plantea que debido a la pronta divulgación del *Informe de Política Monetaria (IPoM)* de diciembre, es natural que, en esta ocasión, la principal consideración para las opciones sean las proyecciones de dicho *Informe* y la trayectoria implícita de la TPM.

En general, el Gerente de División aludido señala que las perspectivas macroeconómicas son similares a las consideradas en el *IPoM* de septiembre y que, desde el punto de vista de la política monetaria, la trayectoria implícita para la TPM sigue considerando un escenario de incrementos a partir del segundo trimestre del próximo año, hasta un nivel de 2 a 2,5% hacia el cuarto trimestre. Luego, en el curso del 2011, el proceso de normalización proseguiría a un ritmo aproximadamente de dos alzas de 25 puntos base cada tres reuniones, versus lo que se tenía en septiembre, que era en torno a cuatro alzas cada cinco reuniones, tomando en cuenta el promedio de las trayectorias del MEP y del MAS.

Refiriéndose a la trayectoria implícita en los precios de activos, el señor Pablo García informa que se considera un proceso de normalización similar durante la segunda mitad del 2010, para luego ser algo más intenso en el curso del 2011, básicamente un aumento de 25 puntos base por reunión, mientras que las expectativas de analistas están más alineadas con la trayectoria con más proyección que se tiene.

En términos de lo que es un escenario base construido como el promedio de las proyecciones de los modelos utilizados habitualmente, el señor García sostiene que la opción más plausible para la presente Reunión es mantener la comunicación de política de la RPM del mes pasado, esto es, señalar que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo al menos hasta el segundo trimestre, que su ritmo de normalización, principalmente durante el 2011, será más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros. Complementariamente, anticipa que este ritmo será similar al que se deduce de la encuesta mensual.

Agrega que la posibilidad de escenarios alternativos puede también considerarse en la decisión de la RPM. En particular, indica que un escenario internacional menos boyante y/o una recuperación cíclica de la demanda interna menos vigorosa reducirían las presiones inflacionarias y podrían llevar a una trayectoria de la TPM más estimulativa, agregando que lo contrario también puede ocurrir. Agrega que otros escenarios de riesgo, vinculados a los movimientos internacionales de paridades o flujos de capitales, pueden también tener implicancias sobre el ritmo de normalización de la política monetaria.

Con relación a aspectos comunicacionales y tácticos, el señor Pablo García sugiere que se señale que no existen expectativas de cambios en la instancia monetaria en esta ocasión, que el foco de la atención está puesto en las proyecciones del *IPoM* y el mensaje asociado de política monetaria, el que debe ser coherente con el comunicado de la RPM.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación del señor Pablo García y concede la palabra al Gerente de Investigación Económica, señor Luis Felipe Céspedes, para que exponga sus comentarios.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 16.-

El señor Gerente de Investigación Económica da cuenta que en los últimos meses, en particular este último mes, se ha observado una importante reducción en los registros de inflación y en las proyecciones de corto plazo para la misma, y que similar comportamiento muestran las proyecciones de inflación de mediano plazo.

El señor Luis Felipe Céspedes indica que las holguras de capacidad serían en el margen algo más amplias que las esperadas en meses previos, y que ello, sumado al hecho que la TPM se encuentra en su mínimo efectivo, lleva a la conclusión directa que la actual estrategia de política monetaria no debiera verse afectada. Sin embargo, señala que cabe mencionar los riesgos que presenta el escenario actual. En su opinión, el principal riesgo es que el estímulo monetario sea menor al necesario para estimular la actividad y generar un cierre de brechas acorde con la convergencia de la inflación a la meta del 3% del horizonte de la política monetaria. Dado que se está en el mínimo efectivo para la TPM, plantea que la forma de entregar suficiente estímulo monetario a la economía es ajustando fuertemente la estructura de tasas del mercado, reduciéndola y/o generando suficientes expectativas de inflación que reduzcan las tasas reales hoy. Al respecto, informa que los antecedentes muestran que las tasas más largas se ubican en niveles similares a los exhibidos en períodos de brechas cercanas a 0, con tasas de inflación cercanas a la meta. Si estas tasas comienzan a ser las más relevantes en el marco de una normalización de los canales del crédito, es posible que estas sean más altas que lo requerido dada la situación cíclica de la economía.

Respecto de las expectativas de inflación, el señor Céspedes manifiesta que lo clave en este episodio es cuán persistente será la dinámica inflacionaria, explicando que si es más persistente, se requerirá generar más expectativas inflacionarias en el futuro para poder dar el suficiente estímulo monetario. En este escenario, continúa, no se puede descartar un efecto adverso adicional, un aumento contractivo de los salarios reales producto de la deflación y las cláusulas de no indexación negativa. Subraya que el contexto delineado lleva a estar muy atento a utilizar todos los mecanismos disponibles en caso que se produzcan o se puedan producir caídas adicionales a la inflación en el corto plazo.

Finalmente, el señor Luis Felipe Céspedes hace mención a la importancia que, en su opinión, jugará el sistema financiero en este episodio. Recuerda que en la crisis asiática, el PIB transable siguió una trayectoria más positiva que la que se observa hoy, lo que es evidente producto del mejor estado de la economía internacional en ese momento, incluso avalado por la rápida recuperación de las economías asiáticas en aquella época. Agrega que el tipo de cambio real, no obstante no se depreció inicialmente producto de la acción de la política monetaria, se depreció de manera significativa en trimestres posteriores, lo que marca una diferencia importante respecto de lo que se está viendo hoy. Destaca que esto es relevante, por cuanto la recuperación que se observe hoy tendrá que tener un componente doméstico más importante y eso requerirá que aquellos canales de transmisión de la política monetaria operen de manera acorde, en particular el canal del crédito. Si en una recuperación cíclica típica de una economía abierta se observa una fuerte depreciación real del peso, la que lleva a la economía a expandir su sector transable, este es, a su vez, el que lidera la recuperación. En una recuperación cíclica basada en el sector doméstico, en tanto, se tendrá que ver una recuperación del crédito doméstico. Si bien existen algunas señales positivas en esta dirección, advierte que no parecen ser suficientes aún para augurar un rápido despegue.

El Presidente agradece los comentarios del señor Luis Felipe Céspedes y concede la palabra al señor Ministro de Hacienda Subrogante, señor Alberto Arenas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 17.-

El señor Alberto Arenas señala que, si bien no le fue posible asistir a la reunión de la mañana, ha leído con mucho interés la minuta de antecedentes y el documento de opciones. Indica que de estos documentos se desprende que desde el último *IPoM* las noticias han sido de magnitud acotada y que prácticamente todas apuntan a un mayor riesgo de la inflación, por lo que se tardará más que lo entonces previsto en converger a la meta. Agrega que la actividad ha sido algo menor, porque las brechas de capacidad han sido algo mayores, y que las tasas de interés de mercado han mostrado un leve aumento y se han mantenido por sobre lo que se considera coherente con la trayectoria más probable de la TPM.

El tipo de cambio real, prosigue, se ha apreciado y la inflación ha tenido una trayectoria algo menor. Sostiene que en tiempos normales probablemente se estaría debatiendo si es necesario reducir la TPM en 25 puntos base, pero que esta no es una alternativa real hoy por hoy. Plantea que otra alternativa es prolongar el compromiso de mantener la TPM baja. Hace presente que, a su juicio, es importante que esto quede reflejado de la manera más transparente posible en el comunicado. A su vez, menciona que también es importante que el Consejo continúe analizando la necesidad de implementar medidas extraordinarias adicionales, de modo de actuar oportunamente en caso que se estime necesario para asegurar conseguir la meta de inflación. Al respecto, estima que el *IPoM* puede ser una buena plataforma para explicar al mercado que estas herramientas no convencionales están disponibles y que se usarán en caso que los determinantes de la inflación futura se mantengan en niveles que no son coherentes con la meta. Esto daría una señal potente del compromiso del Consejo con sus objetivos de política, concluye.

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

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que, en términos generales, las cifras confirman las proyecciones internas para la actividad, que la velocidad de recuperación es similar a la proyectada anteriormente y que las perspectivas de recuperación para los próximos trimestres continúan vigentes. Menciona que el dato de inflación fue más bajo que lo esperado, lo que sugiere alguna nota de cautela, confirmando que la inflación se mantendrá en el rango bajo cero por algunos meses, aunque las perspectivas hacia el mediano plazo siguen reflejando un aumento gradual de la inflación.

Respecto del ámbito internacional, señala que la recuperación ha seguido su curso, aunque existe la percepción —en parte justificada— de que la situación del sistema financiero es frágil y que los riesgos están sesgados hacia una actividad menos dinámica. Estas dudas todavía mantienen a los mercados de crédito con muy baja actividad y la demanda por liquidez en niveles muy altos, lo que justifica las políticas monetarias altamente expansivas que siguen vigentes en el mundo.

En Chile, continúa, la actividad y la demanda comienzan a recuperarse y la tasa de desempleo da señales de estabilización, lo que es un signo positivo. No obstante, pone una nota de cautela, que también mencionó en la Reunión anterior, respecto de la evolución de los salarios. En su opinión, los salarios reales siguen al alza, aunque a tasas decrecientes, lo cual es positivo, pero que, de acuerdo con las cláusulas de indexación habituales, los salarios nominales todavía siguen creciendo por sobre eso y alejándose. Reitera que esta es una nota de cautela respecto de que la dificultad de los salarios de ajustarse a las condiciones cíclicas



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 18.-

puede dificultar el ajuste del empleo; de lo contrario, abre dudas sobre la correcta medida de brechas.

El señor Sebastián Claro hace presente que el mercado crediticio continúa restringido y que la demanda por liquidez de los bancos continúa siendo alta. Agrega que algunos mercados financieros específicos han estado muy activos y que, en parte alimentados por la alta liquidez doméstica e internacional, han mostrado mucha actividad con incrementos sustanciales de precios. Con todo, sostiene que los bancos, las empresas y consumidores continúan actuando con mucha cautela.

En cuanto a la inflación, el señor Claro indica que las presiones a mediano plazo continúan en rangos acotados, en parte por la falta de dinamismo del crédito y la actividad, y también por la caída en el tipo de cambio, que es un fenómeno que debiera mantenerse. Por ahora, estima que no se avizoran cambios en la tendencia de la actividad y en la preferencia por riesgo que produzcan cambios en las decisiones de consumo e inversión y en las decisiones de portafolio que justifiquen cambiar el curso de la política monetaria. En su opinión, esto explica la necesidad de mantener una política monetaria expansiva, lo que implica seguir con la TPM en su nivel actual y continuar con el calendario preestablecido para eliminar la FLAP.

Respecto de la trayectoria futura de la TPM, el Consejero señor Sebastián Claro piensa que la señal adecuada es una de no innovar respecto de las señales entregadas con anterioridad. Así, concuerda con lo expresado en la Minuta de Opciones, en cuanto a que el proceso de normalización esperado durante el 2010 es similar al implícito en las expectativas de los analistas y en la trayectoria de los precios de los activos.

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

A continuación, toma la palabra el Consejero señor Enrique Marshall, quien comienza su exposición agradeciendo al *staff* por el apoyo brindado.

El señor Enrique Marshall señala que se llega a esta Reunión al finalizar el proceso de preparación de un nuevo *IPoM*, lo que implica un ejercicio completo de revisión y actualización del escenario base.

El señor Marshall comenta que el panorama, por lo menos en cuanto a sus implicancias para la política monetaria, no es muy distinto del visualizado con anterioridad, y que en el frente externo los mercados financieros continúan entregando señales positivas, por lo que la recuperación, particularmente la esperada para el próximo año, se reafirma, mientras la inflación sigue contenida en general.

No obstante lo anterior, el señor Enrique Marshall plantea que sí existen desarrollos que despiertan preocupación, ya que los precios de las materias primas han subido y podrían observar nuevos incrementos, lo que podría afectar la trayectoria futura de la inflación mundial, con sus consiguientes efectos internos.

El Consejero señor Marshall menciona a continuación que si bien los mercados financieros se han estabilizado, en medida importante por el apoyo brindado por las autoridades, siguen presentes riesgos y amenazas que se relacionan con problemas estructurales aún no resueltos satisfactoriamente. Al respecto, destaca la crisis que afectó a



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 19.-

Dubai en las últimas semanas, y la preocupación surgida en torno a las clasificaciones de riesgo soberano para algunos países europeos, que han servido de recordatorio en tal sentido. A ello agrega la incertidumbre respecto del retiro de las políticas de estímulo, que han sido cruciales para restablecer la estabilidad financiera y promover la recuperación.

El señor Enrique Marshall estima que para las economías emergentes, un factor de especial preocupación es la apreciación de sus monedas, que se produce en un contexto de debilidad del dólar y de búsqueda de retornos por parte de los inversionistas.

En el frente doméstico, hace presente que los mercados financieros no han deparado sorpresas y siguen reflejando bastante normalidad y que, con todo, las tasas largas muestran un leve incremento, que debe ser seguido con atención.

El peso, prosigue, afectado por fuerzas apreciativas en el último tiempo, ha mostrado bastante volatilidad en torno de los niveles previamente alcanzados, haciendo hincapié en que las implicancias de todo ello deben ser procesadas cuidadosamente.

Luego, el señor Consejero señala que los agregados crediticios han tendido a estabilizarse en general y que, en lo fundamental, su comportamiento da cuenta de un proceso perfectamente normal de ajuste de posiciones financieras de parte de los clientes y los bancos, condición necesaria para sostener una vigorosa recuperación posterior.

Las cifras del tercer trimestre, añade, muestran que la recuperación se encuentra en marcha, pero introducen una nota de cautela respecto de la fuerza que podría alcanzar. Sin embargo, las perspectivas de una recuperación más vigorosa que la observada hasta ahora siguen bien sustentadas, ya que las expectativas de empresarios y consumidores han seguido evolucionando positivamente; las condiciones macroeconómicas no imponen restricciones al crecimiento; la política monetaria continúa y continuará ejerciendo estímulo; el sistema financiero muestra todas las fortalezas necesarias para cumplir con sus funciones; el mercado laboral comienza a entregar señales de estabilización, mientras la masa salarial se expande.

Por ello, manifiesta que a medida que la confianza de los agentes avance hacia su pleno restablecimiento, la fuerza de la recuperación debería mostrar una creciente intensidad.

Respecto de la inflación anual, el señor Enrique Marshall indica que se mantiene en territorio negativo, y que las perspectivas de corto plazo apuntan a que esta permanecerá en niveles bastante bajos, para iniciar una gradual convergencia hacia el 3% a medida que los ajustes de precios que se han observado concluyan y se afirme la recuperación de la actividad. Sobre esta materia, es de opinión que el mercado tiene una visión bastante similar, si bien persiste algún grado de incertidumbre sobre la trayectoria de la inflación más allá del corto plazo.

Al continuar, menciona que la curva de expectativas para la TPM se ha moderado, pero mantiene un grado de empinamiento más allá del corto plazo, y que los analistas han asumido las señales entregadas por el Banco Central, suponiendo, en promedio, que el ajuste de la TPM se iniciaría en el tercer trimestre del 2010.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall señala que el escenario macro se muestra bastante alineado con lo previsto con anterioridad, por lo que se mantiene plenamente



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 20.-

vigente la recomendación de política en orden a mantener la TPM en su actual nivel por tiempo prolongado. Esto implica que, en el escenario más probable, ella debería permanecer en dicho nivel por lo menos hasta el segundo trimestre del próximo año.

Para finalizar, el señor Marshall subraya que la política monetaria ha apoyado decididamente la recuperación y debe seguir cumpliendo ese rol, agregando que, por el momento, el principal riesgo que enfrenta el Consejo es retirar el estímulo monetario prematuramente, antes que esa recuperación se encuentre suficientemente asentada.

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

El Vicepresidente Subrogante señor Manuel Marfán inicia su intervención, agradeciendo el análisis del *staff*, señalando que en esta oportunidad se beneficia de la cercanía del *IPoM*, y que hace suya la lista de antecedentes del punto 2 de la Minuta de Opciones, a la que añade los siguientes comentarios.

En primer término, el señor Manuel Marfán menciona que al anunciar el retiro de la FLAP, en la Reunión anterior, había incertidumbre respecto del impacto que pudiera haber sobre las perspectivas de la política monetaria futura. Al respecto, indica que tanto las encuestas de expectativas económicas como la encuesta a los operadores de mesa de dinero, así como también los precios de los activos financieros, dan cuenta de una trayectoria futura más expansiva que la de la RPM de noviembre, con una diferencia en la tasa en torno a 50 puntos base hacia el segundo trimestre del próximo año, respecto de lo que había hecho un mes atrás.

En segundo lugar, menciona que los precios financieros todavía se sitúan algo por sobre las encuestas y lo que el Banco Central considera más adecuado en su escenario central. Agrega que la apreciación del peso ha sido también brusca e inesperada en lo más reciente. Con todo, afirma que desde que detonó la crisis financiera global, la evolución del tipo de cambio de punta a punta no ha diferido del de las demás monedas comparables.

A juicio del señor Marfán, en lo esencial, el próximo escenario base contemplado por el *IPoM* de este mes, para efectos de la política monetaria, no difiere sustancialmente del de septiembre pasado, esto es: un escenario de crecimiento moderado, con cierre de brechas en el horizonte de política; una inflación que en todas sus medidas converge desde abajo hasta el centro del rango meta en 24 meses; y, una política monetaria que contempla un retorno suave y gradual a la normalidad, que se iniciaría hacia el segundo trimestre del próximo año. Añade que el escenario de riesgo, sin embargo, aún no está definido.

En este contexto, el Vicepresidente Subrogante señor Marfán manifiesta que la decisión de hoy de mantener la tasa en su nivel actual de 50 puntos base es obvia, y que lo más relevante es el contenido del Comunicado que, a su juicio, debiera ser equivalente al de la Reunión anterior, respecto de las perspectivas de la política monetaria.

Para finalizar con la votación, el Presidente, señor José De Gregorio, indica que al igual que el mes pasado, el escenario actual no dista significativamente del último *IPoM*, el cual, a su vez, es similar al que se presentará el miércoles 16 de diciembre ante la Comisión de Hacienda del Senado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 21.-

Señala que, aunque los últimos registros de actividad e inflación presentaron algunas sorpresas, en ambos casos algo por debajo de lo proyectado, estuvieron dentro de rangos razonables para afirmar que se sigue en una senda de recuperación con perspectivas de inflaciones que permanecerán bajas por un tiempo, para comenzar a subir y a converger a la meta en el horizonte de política.

Más allá de algunos *shocks* financieros en la economía global, que revelan que la situación aún no se ha normalizado, el señor José De Gregorio menciona que la recuperación global continúa y con riesgos que aún persisten. Más aún, plantea que las recientes rebajas en la clasificación de la deuda pública de algunos países atestiguan que la situación fiscal en muchas economías es vulnerable y los costos de las expansiones fiscales en economías que partieron de una situación frágil no son menores. En su opinión, en el futuro se seguirán observando algunas turbulencias y *shocks* financieros negativos, del tipo observado recientemente, lo que requiere de un cuidadoso monitoreo del escenario internacional, que es, precisamente, lo que conduce a predicciones de una recuperación mundial pausada. Con todo, y habida cuenta de los riesgos externos, el señor De Gregorio estima que el panorama inflacionario para nuestra economía sugiere que el estímulo monetario actual se debe seguir manteniendo por un período prolongado.

El señor Presidente subraya, tal como indicara el Ministro de Hacienda Subrogante, que tampoco se puede descartar el uso de políticas no convencionales para asegurar el logro de la meta, aunque esto no le parece aconsejable en esta Reunión, dado que en el escenario central la convergencia a la meta se logrará con la mantención de la tasa hasta al menos el segundo trimestre del próximo año.

A juicio del señor De Gregorio, para considerar estas medidas no convencionales se deberían observar precios de activos desalineados de manera significativa de lo estimado como necesario para producir el cierre de brechas y el alza en la tasa de inflación.

En razón de lo anterior, el Presidente, señor José De Gregorio, vota por mantener la TPM en 0,5%.

147-01-091215 – 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 el próximo año, que han incidido en una progresiva estabilización de los mercados financieros. Los precios de los productos básicos han tenido movimientos mixtos.

W



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 147

15.12.09 22.-

En el plano interno, la información disponible sugiere que la actividad y la demanda se están expandiendo en el segundo semestre. El empleo ha crecido y la tasa de desocupación ha comenzado a reducirse. Las condiciones crediticias han mejorado en el margen, pero se mantienen estrechas.

En noviembre, 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 del próximo año, y que su 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. 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 15:15 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente Subrogante



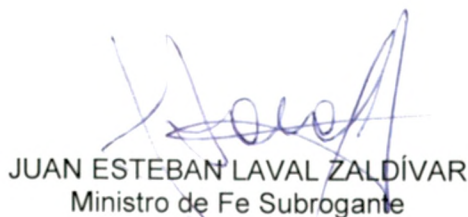
JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe Subrogante



ALBERTO ARENAS DE MESA
Ministro de Hacienda Subrogante

