



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

22



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

