



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

---

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

Asisten también los señores:

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

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

1  
)



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

#### 151-01-100318 – Tasa de Política Monetaria

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

#### Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual.

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

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



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

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



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN  
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES  
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe

