



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 158 celebrada el 12 de agosto de 2010

---

En Santiago de Chile, a 12 de agosto de 2010, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste también el señor:

Ministro de Hacienda,  
don Felipe Larraín Bascuñán;

y los señores:

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

El Presidente señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 158, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de febrero de 2011 para el día 17 de dicho mes.

Informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín solo asistirá a la sesión de la tarde, mientras que su Asesor señor Rodrigo Cerda lo hará a ambas sesiones.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio da paso a la presentación del escenario externo, a cargo del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann.

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición, mencionando los principales desarrollos del último mes. Señala, en primer término, que se ha acrecentado la preocupación respecto del ritmo de recuperación de Estados Unidos. Indica que ello ha llevado a la Reserva Federal (FED) a adoptar nuevas medidas no convencionales, básicamente a reinvertir los vencimientos de activos en bonos del Tesoro, las que se han traducido, a su vez, en caídas de las tasas de interés. Informa que, en línea con lo anterior, la confianza empresarial y de los consumidores se ha reducido en la mayoría de las economías desarrolladas, y que a esta dinámica han contribuido, además, las cifras del mercado laboral, que fueron más débiles que lo anticipado. Asimismo, hace presente que los resultados de las pruebas de tensión de bancos europeos llevaron a disminuir las percepciones de riesgo, determinando menores primas y una recuperación de los mercados bursátiles, movimientos que luego se han revertido parcialmente, debido a las preocupaciones más recientes por la actividad. Finalmente, subraya que los precios de los *commodities* muestran alzas generalizadas, destacando el caso del trigo.

El señor Lehmann plantea que, en materia de actividad, se observa una cierta moderación en el ritmo de crecimiento, una desaceleración tal vez más importante en algunas economías y, de hecho, caídas en el margen, como en Japón. Añade que las economías emergentes registran un comportamiento similar, pero con un acento menor, destacando una cierta reversión en el margen en el caso de Brasil y también en China, que tras exhibir crecimientos mucho más elevados y sostenidos, registró una caída meses atrás, luego se recuperó y hoy se mantiene elevado, pero sin aumentos marginales.

En cuanto al empleo, indica que las cifras son más bien negativas, en el sentido que son inferiores a lo anticipado, particularmente en Estados Unidos y Canadá, y que si bien Brasil todavía no cuenta con el último registro, viene mostrando una tendencia similar. Agrega que las tasas de desempleo siguen bastante estables, sin mostrar reversiones a los niveles observados antes de la crisis.

Respecto de la confianza empresarial, hace notar que ha tendido a exhibir mayor heterogeneidad respecto de lo que fue el período de recuperación tras la crisis del año 2008. Así, por ejemplo, menciona que las economías emergentes muestran niveles de confianza empresarial tal vez algo más elevados y tendiendo a moderarse, como en el caso de la República Checa. Manifiesta que la confianza del consumidor también registra cierta heterogeneidad, con alguna estabilización en algunas economías y algunas caídas en otras, como es el caso particular de Estados Unidos.

El señor Sergio Lehmann prosigue, mencionando que el mercado laboral en Estados Unidos ha continuado mostrando signos de fragilidad. Indica que, respecto de la Reunión pasada, los últimos datos dan cuenta justamente de un crecimiento bastante más moderado en la creación de empleo privado y una caída en lo que se refiere al empleo total, como consecuencia de las contrataciones por el censo. Comenta que a ello se suma el hecho que las solicitudes iniciales de subsidio de desempleo siguen mostrando niveles muy por sobre el promedio del período 1990 – 2010, y agrega que,



## BANCO CENTRAL DE CHILE

precisamente esta mañana, fue dado a conocer un dato, que es más bien negativo y que corrobora que tal situación no muestra reversión.

El señor Lehmann hace presente también que los indicadores de morosidad crediticia y del mercado inmobiliario de Estados Unidos siguen siendo débiles. Al respecto, detalla que la morosidad total muestra un aumento en el margen, una caída marginal en el mercado *subprime* y, por ende, incrementos en el mercado *prime*. Destaca que la ejecución de hipotecas también anota un alza y las ventas de viviendas, una caída, producto, en parte, del término del subsidio en abril último, que ha estado afectando dicho mercado desde entonces y lo mantendría débil durante los próximos meses. Acota que el tiempo de venta de viviendas ha tendido a crecer, como resultado de esta caída en las ventas.

En relación con el mercado de viviendas a nivel global, el señor Lehmann señala que los precios nominales de las viviendas dan cuenta de comportamientos dispares entre las distintas economías. Informa que en Estados Unidos, estos se muestran estables, mientras que el índice *S&P Case - Shiller 10* exhibe un ligero aumento. Indica, asimismo, que el precio de las propiedades comerciales, que fue motivo de preocupación algunos meses atrás, también registra cierta estabilidad y un aumento marginal, pero hace la salvedad que su nivel actual es muy inferior al *peak* alcanzado en los años 2007 y 2008. En el caso de otras economías, señala que se observa cierta heterogeneidad, destacando un aumento importante en Australia, caídas en Islandia y España, y cierta estabilidad en el resto de las economías reportadas.

El Consejero señor Sebastián Claro hace mención a una discusión que se sostuvo tiempo atrás sobre una serie bastante más larga del precio de las viviendas, que daba cuenta de cuál era eventualmente el tamaño de la burbuja o el alza de los precios inmobiliarios. Plantea que el hecho de no contar en estos momentos con la historia de los mismos, no permite tener una idea precisa acerca de la estabilidad actual de esos precios, en particular si ella es más o menos coherente con lo que sus fundamentales sugerirían y, por lo tanto, si hoy están o no estancados en un nivel razonable. En su opinión, resulta importante saber la respuesta, porque, al final, de la discusión de cuán sobreendeudados están los consumidores norteamericanos y de cuáles son las perspectivas futuras se puede determinar si justificaban el alza y posterior caída de los precios. Reitera, asimismo, que tampoco queda claro si los precios se están estabilizando en un nivel que es coherente con los fundamentos o si todavía queda un espacio sin explicar.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann responde que, en términos generales, la serie más larga probablemente indicaría que los precios de las viviendas se están estabilizando en un nivel más alto que los observados en los años 70 y 80, mientras que si se mide el nivel de precios sobre ingreso, la diferencia no resulta ser muy significativa. En otras palabras, manifiesta que, en términos de fundamentales, se atrevería a decir que se llegó más bien a un nivel de estabilidad, pero que, en términos de nivel absoluto, quedaron posicionados en un nivel bastante más alto que el observado antes del *boom*.

El Presidente señor José De Gregorio calcula que, de acuerdo con el gráfico expuesto, los precios de las viviendas han caído entre 30 y 40%. El Consejero señor Rodrigo Vergara indica que esas cifras corresponderían a la caída registrada en Estados Unidos en términos reales, mientras que el compuesto sería alrededor de 50% más alto que a mediados de los años noventa.



El señor Sergio Lehmann señala que si se considera el ingreso como una medida para poder expresar el nivel de equilibrio que define la capacidad de pago de las familias, no habría una desaceleración muy importante.

El Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes comenta que el problema radica en que las familias que compraron casas cuando los precios estaban muy altos, se endeudaron a ese precio y hoy están con el *equity* muy negativo y, por lo tanto, entregando llaves. En su opinión, la interrogante es qué ha ocurrido con esas familias y si las perspectivas, como mencionaba el Consejero señor Claro, indican que el precio se va a estancar o si acaso no va a repuntar de manera significativa.

En ese mismo sentido, el Consejero señor Enrique Marshall hace presente que hay estadísticas, cuya fuente no recuerda exactamente, respecto del porcentaje de hogares que todavía tienen un *equity* negativo, que oscila entre 20 y 50%, lo que resulta ser, a su juicio, bastante alarmante.

El Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación, informando que en este escenario de actividad más débil o de preocupación respecto de la misma, las tasas de interés han tendido a caer de manera importante. Precisa que, en Estados Unidos, la tasa a 10 años registra una caída de 30 puntos base, aproximadamente, y en Europa una caída algo más moderada, de 20 puntos base.

En línea con lo anterior, hace notar que las expectativas de movimientos de política monetaria recogen un aplazamiento de los ajustes. Manifiesta que este es marginal en América Latina, Asia y Oceanía, mientras que en Europa es algo más significativo, lo mismo que en el Reino Unido y Estados Unidos.

El señor Sergio Lehmann destaca que detrás de este aplazamiento se observan signos de inflación algo más débiles, que se repiten en la mayoría de las regiones, y donde sobresale particularmente la caída en el IPC total de Estados Unidos. Agrega que la inflación *core* también exhibe una desaceleración, donde nuevamente destaca lo que acontece en Estados Unidos.

En materia de proyecciones de inflación, el señor Lehmann señala que, respecto del mes anterior, se visualizan menores presiones tanto para este como para el próximo año, especialmente en el caso de Estados Unidos, también en el Reino Unido, donde ha respondido más bien a temas tributarios e, incluso, en aquellas regiones que habían mostrado cierta tendencia a subir, como era el caso de Asia. Hace presente que en las economías latinoamericanas, el movimiento también es predominantemente a la baja.

El señor Sergio Lehmann destaca que, en este contexto, las percepciones de riesgo tendieron a caer después de darse a conocer los resultados de las pruebas de tensión de los bancos europeos. Al respecto, hace especial mención al hecho que, tradicionalmente, la volatilidad en las economías emergentes superaba sistemáticamente al VIX, pero que ello no solo no ha ocurrido desde hace mucho tiempo, sino que es más marcado hoy en día. Asimismo, hace notar que, en Estados Unidos, la volatilidad registra un aumento en el margen, producto fundamentalmente de las preocupaciones respecto de la actividad, que llevaron a un ambiente de mayor incertidumbre y, en algún grado, también de *fly-to-quality*.

El señor Lehmann comenta, además, que los *spreads* tendieron a caer luego de conocerse los resultados positivos de las pruebas de tensión antedichas, pero que en el margen también muestran algún aumento, como consecuencia de las noticias sobre la actividad que generaron cierta preocupación. Agrega que los *spreads* sobre

Handwritten signature and initials in blue ink.



bonos alemanes exhiben un comportamiento parecido, lo mismo que los CDS del sector bancario.

En cuanto a los premios de liquidez, indica que si bien tendieron a disminuir en el caso de Estados Unidos, todavía no recuperan los niveles alcanzados antes de la crisis, como tampoco los registrados antes de que comenzaran a conocerse los problemas asociados a los países de la periferia europea. Añade que en el caso de Europa, el movimiento es bastante más volátil y con una cierta tendencia al alza, dando cuenta que los problemas de liquidez todavía están presentes, en general.

El señor Sergio Lehmann, refiriéndose luego a las paridades cambiarias, destaca que el dólar se depreció en términos multilaterales antes de que se conociera el pronunciamiento de la FED respecto a actividad y comercio exterior, y especialmente frente a las monedas europeas, pero que, posteriormente, luego de este pronunciamiento de la FED, tendió a apreciarse, más bien como reflejo de una preocupación de los mercados que por un *fly-to-quality*.

El Consejero señor Rodrigo Vergara señala que, en su opinión, la minuta de la FED explica ese movimiento de manera significativa, lo cual es compartido por el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón.

El señor Lehmann continúa, mencionando que los premios por riesgo en las economías emergentes registraron una caída y una suerte de reversión marginal, producto, nuevamente, de las preocupaciones por la actividad.

En materia de mercados bursátiles, informa que las bolsas de economías emergentes exhibieron movimientos al alza durante el último mes, con algunas reversiones en el margen, y alzas algo menores en los mercados bursátiles de economías desarrolladas.

Con respecto a los precios de *commodities*, el señor Sergio Lehmann destaca el aumento significativo que registraron los granos durante el último mes, que alcanzó a 14%, y, en especial, el trigo, cuya alza fue de 18%. Añade que, en términos agregados, el indicador de metales subió 10%, lo mismo que el cobre, mientras que el indicador de energía experimentó un alza bastante más moderada, de solo 3%, como resultado de un alza de solo 4% del petróleo y también de la gasolina, que no registró variación.

Desde una perspectiva más amplia, que considera la evolución del índice agregado de *commodities* a partir de enero del año 2008, hace notar que si bien se observan aumentos de precios, están bastante alejados de los máximos alcanzados a mediados del 2008, con la excepción del oro que, en este contexto, resulta ser una suerte de refugio de valor. Indica que el precio del combustible exhibe un aumento más moderado, mientras que el indicador de granos y cereales muestra un aumento muy importante a partir del último IPoM, fundamentalmente por el alza en el precio del trigo, que desde entonces acumula un aumento aproximado de 50%.

A raíz de la significativa alza del precio del trigo, el señor Sergio Lehmann se refiere, en esta oportunidad, a ese mercado. En primer término, destaca que la participación de Rusia en las exportaciones totales alcanza a algo más del 10%, porcentaje que considera el recorte de producción en esta temporada, como consecuencia de la sequía que afecta a ese país. Agrega que la relación *stock* sobre consumo registra una caída, lo cual explicaría parte del aumento en el precio del trigo, pero, en términos históricos, indica que si se compara esta relación con los *peaks* que se alcanzaron a mediados del año 2008, y producto fundamentalmente de lo que fue la cosecha 2007 – 2008, la situación de mercado actual resulta ser bastante más holgada



## BANCO CENTRAL DE CHILE

que lo que fue la de ese período, que estuvo impactada, además, por una sequía que afectó a Australia, economía que tiene una participación muy importante en las exportaciones mundiales de este grano.

En cuanto al índice agregado de granos y cereales, el señor Lehmann hace presente que, en el margen, hubo una caída, lo que significa que hubo una reacción importante en el aumento del precio del trigo, producto de la información sobre las restricciones a las exportaciones que anunció Rusia, pero, luego, el precio tendió a caer y revirtió el efecto en el precio del trigo cuando se anunciaron las restricciones al comercio por parte de Rusia. De todas maneras, manifiesta que hay un elemento de carácter algo más permanente, asociado justamente a una caída en la producción mundial de trigo.

El Presidente señor José de Gregorio agradece al señor Sergio Lehmann y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta tener dos de comentarios. Indica que el primero se refiere puntualmente a la banca europea. Al respecto, señala que después de haberse conocido los resultados de los *stress tests*, se habría producido cierta tranquilidad, por lo que los precios de las acciones subieron y los CDS de los bancos europeos bajaron. A pesar de ello, le extraña que los CDS de los bonos soberanos de muchos países europeos se hayan mantenido muy altos y que no hayan registrado una corrección, indicando que su lectura del mercado sobre la utilización de estos bonos es que los paquetes de ajuste fiscal no son suficientes o son muy difíciles de implementar. Agrega que, finalmente, el riesgo de un *default* aparece significativo, pero que los *stress tests*, que no lo habrían evidenciado o no le habrían atribuido la misma probabilidad de ocurrencia que algunos analistas sugieren, han permitido que el acceso de financiamiento de los bancos mejore sustancialmente. En su opinión, existe un tema pendiente y desconoce cuál es su evolución.

En segundo lugar, el señor Claro hace presente que desde hace un par de semanas se viene advirtiendo que muchos bancos centrales de países en desarrollo, como Brasil, México y también Australia, plantean una visión de menores perspectivas de inflación en adelante. A su juicio, habría dos posibles interpretaciones que, quizás, tienen implicancias bien distintas. La primera, que ello respondería a perspectivas de una desaceleración importante de las economías y menores presiones inflacionarias. La segunda, que a la menor inflación internacional se ha sumado una apreciación significativa del tipo de cambio, que es lo que estaría dominando, y que obedecería a fuertes entradas de capital. Estima que es relevante poder distinguir esas dos posibilidades, porque Chile podría estar eventualmente en una situación similar, de tener apreciaciones cambiarias que mantengan la inflación baja, pero que no necesariamente se traducen en una desaceleración de la actividad. Manifiesta no tener claro qué es lo que está detrás de ello, advirtiendo que no solo está ocurriendo en uno o dos países, sino que es algo relativamente generalizado en ciertos países en desarrollo que tienen, de cierta manera, esa misma tensión.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que también le llama la atención esta visión de que las perspectivas inflacionarias en las economías emergentes están disminuyendo, y que sí le queda claro lo que está ocurriendo en las economías desarrolladas, donde es evidente que hay desaceleración, que las perspectivas no son promisorias y que, por tanto, no se advierten razones para que haya inflación. Menciona que en las economías emergentes, en cambio, ha habido una reacción de política monetaria que tiende a normalizarse, porque se advierten reducciones de holgura, se observa actividad. Agrega que es entendible que la política monetaria esté reaccionando a lo que está aconteciendo en el mundo desarrollado, es decir, que se estén ajustando, que haya apreciaciones cambiarias más o menos significativas. Señala que si bien ello pueda ser solo parte del discurso, desconoce cuáles son los fundamentos reales que lo



## BANCO CENTRAL DE CHILE

explican, porque si eso se traduce a nuestra realidad, aquí se observa actividad y no se podría decir que la inflación se modera en los próximos meses, sino que todo lo contrario. En razón de lo expuesto, declara desconocer cómo se entiende esa evolución cíclica de las economías emergentes.

El Presidente señor José De Gregorio sostiene que la pregunta central sobre lo que acontece actualmente es qué constituye novedad y qué responde a lo esperado. A modo de ejemplo, precisa que se sabía que el crecimiento de la economía mundial va a ser lento por *deleveraging*, como también que en Estados Unidos viene ahora un periodo de desaceleración, ya que ello era parte del escenario central, de manera que se está llegando a una fase que era bastante esperable y que normalmente trae algo de tensiones financieras, especialmente en una economía en la que los precios de los activos se están recuperando. En consecuencia, plantea que la pregunta importante es si acaso hay realmente un cambio en el escenario internacional y si se está dando efectivamente una situación de significativas menores perspectivas mundiales, en particular por lo que acontece en Estados Unidos, en alguna medida en China o porque están apareciendo elementos que hacen prever que la economía va a ir más lento.

Agrega que la decisión de la FED no constituye una novedad, porque era sabido que iba a mantener la tasa larga. A su juicio, cuando se analiza la lógica de los banqueros centrales, se puede pensar que podrían haber tenido en su escenario la decisión de ir renovando en la medida que iba disminuyendo el balance y en caso que se requiriera dar más estímulo, pero en el momento preciso.

En su opinión, si se revisa la reacción de los mercados financieros, da la impresión de que hay algo de nuevo, en particular cuando se observan las tasas *forward*. Asimismo, manifiesta que el tema central es cuán mala es una noticia y en qué medida altera el escenario central.

Indica que lo anterior se une a lo comentado precedentemente, en cuanto a que pareciera que hay menores perspectivas de inflación en el mundo. A título de paréntesis, menciona que ello se parece a lo que declaró un banquero central, en cuanto a que no va a haber inflación, pero que hay que normalizar. En esa dimensión, es de opinión que debe precisarse lo que está ocurriendo con las expectativas inflacionarias del mercado respecto de las mediciones del Banco sobre las tendencias que hay, advirtiendo que no se puede descansar en las señales de que hoy no se está registrando mucha inflación.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón estima que las noticias de la FED son dos. En cuanto a la primera, señala que la medida fue sorpresiva, porque aun cuando tres o cuatro días antes había rumores al respecto, la decisión de reinvertir en bonos del Tesoro se materializó de manera rápida. Indica que la segunda noticia fue que una autoridad de la FED, al parecer el Presidente de la FED de *Cleveland*, declaró que están preparados para adoptar otras medidas si es necesario, lo que también fue sorpresivo. En consecuencia, es de opinión que el mercado tiene hoy día una legítima expectativa, sea por información o sea por modelación, de que la FED podría tener un escenario que anticipe, en el fondo, una desaceleración más profunda. De hecho, informa que las tasas largas cayeron significativamente. A su juicio, esa es la noticia más importante.

El Consejero señor Rodrigo Vergara indica que además de la noticia misma de la medida, estima que el lenguaje del comunicado fue muy negativo, incluso más negativo de lo que esperaba.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que esto se podrá discutir el día lunes 16 próximo, oportunidad en que se deberá definir el escenario



internacional entre dos opciones, la primera de las cuales es la de acotarse con *Consensus Forecasts*, que se ha corregido algo a la baja, y la otra es tener un escenario que sea nuevamente peor que el de esa firma.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán indica que, a su juicio, el dilema es si el escenario internacional se va a seguir pareciendo, en términos generales, al escenario de riesgo a la baja que se tenía o si acaso va a ser distinto. Agrega que, quizás, lo que está ocurriendo es que ya se está dando ese escenario de riesgo.

Continuando con la sesión, el señor Presidente señala que corresponde revisar el escenario interno, razón por la cual concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto para que dé comienzo a su presentación.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto comienza su presentación, destacando que el Imacec de junio fue de 6,8% en doce meses y que volvió a sorprender al alza. Señala que, en esta oportunidad, la sorpresa provino del sector de recursos naturales, a diferencia de meses anteriores en que estas se concentraron en los sectores de industria y comercio.

En el caso del sector industria, informa que aquellas ramas que resultaron más afectadas por el terremoto, que venían registrando un ritmo de normalización bastante acelerado, no experimentaron nuevos movimientos al alza. Agrega que la industria de harina de pescado anotó una caída muy fuerte en su producción, la que no estaría asociada al terremoto, sino que más bien a la captura de peces, que ha sido bastante baja en términos históricos.

El señor Soto hace notar que se observa una tendencia secular en los sectores ligados a oferta, entre ellos precisamente el referido a la harina de pescado, que exhiben una tendencia a la baja en sus niveles de producción. Por lo tanto, más allá de factores estacionales que podrían haber estado afectando la captura de peces, estima que podría haber algo más tendencial en este caso, que se deberá seguir monitoreando.

De todas maneras, destaca un cierto debilitamiento en las exportaciones industriales, tanto nominales como reales, en parte explicado por la menor producción de harina de pescado.

El señor Claudio Soto menciona, a continuación, que los antecedentes disponibles dan cuenta de una recuperación de los inventarios, como resultado de una recuperación en la producción, pero también como consecuencia de las ventas industriales, que no han cobrado un dinamismo muy elevado. Al respecto, especifica que el mercado interno de artículos industriales sí exhibe un dinamismo importante, por lo que la caída de las ventas en doce meses estaría más bien asociada a las que tienen por destino el sector externo. De esta forma, la debilidad de las exportaciones se estaría reflejando en ventas industriales más bajas y eso, a su vez, estaría explicando la acumulación de inventarios.

A propósito de inventarios, el señor Soto hace presente que se efectuó una estimación de su *stock*, que considera una pérdida de inventarios producto del terremoto. Explica que si se considera esa pérdida y se compara el nivel resultante con el promedio histórico, que equivale al 24,1% del PIB, se observa que aún hay espacio para una recuperación de inventarios. En todo caso, aclara que esta estimación se basa en una suerte de regla de tres, a partir de la encuesta del IMCE, que considera una pérdida de *stock* significativa, por lo que si se desestimara dicha merma, el nivel de *stock* sería bastante más cercano al promedio histórico.

*[Handwritten signature]*



El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que hay que considerar que las elevadas tasas de crecimiento anual del Imacec obedecen, en parte, a una baja base de comparación. Aún más, sostiene que si se tuvieran tasas de crecimiento en 24 meses, quedaría en evidencia que el crecimiento sigue siendo reducido. Por esta razón, señala que habría que tener presente que el 2009 fue un año de recesión, por lo que estas cifras tan elevadas de crecimiento no debieran sorprender tanto, ya que forman parte de la recuperación de esa recesión.

Con respecto al sector construcción, el Gerente de Análisis Macroeconómico llama la atención sobre su bajo dinamismo, agregando que la fuerte recuperación esperada luego del terremoto se habría postergado hacia finales de año. Sobre el particular, señala que se dispone de una serie de indicadores que, por un lado, dan cuenta de una importante postergación de proyectos públicos y que, por otra parte, muestran que las ventas de viviendas siguen bastante rezagadas, a pesar de que las bajas tasas de los créditos hipotecarios que se están ofreciendo hoy en día. Añade que otros indicadores sectoriales que se utilizan para hacer el seguimiento al sector, también exhiben caídas o no dan cuenta de una recuperación clara en adelante.

El Presidente señor José De Gregorio, a raíz de que el dinamismo que se esperaba para el sector construcción como consecuencia de las obras de reconstrucción no se ha materializado, consulta hasta qué punto ello puede estar relacionado con un rezago en los esfuerzos de reconstrucción.

El señor Claudio Soto señala que hay dos puntos que mencionar al respecto. En primer término, comenta que la Gerencia a su cargo se encuentra elaborando una pequeña nota sobre la correlación entre los créditos hipotecarios y las ventas de viviendas que, al parecer, estaría indicando que, efectivamente, hay un rezago y que, en consecuencia, se podría esperar un repunte en las ventas de viviendas por el aumento que exhiben los créditos. Respecto de los planes de inversión pública, en tanto, comenta que la minuta que evacuó el Ministerio de Hacienda alrededor de un mes atrás, entrega antecedentes sobre el gasto total del año y los datos de ejecución efectiva, por lo que debería haber un fuerte repunte en los proyectos de inversión, si es que se cumple lo que Hacienda anticipó en ese documento.

En relación con el sector comercio, el señor Soto sostiene que los datos tienden a validar la hipótesis de un cierto efecto de abultamiento en el gasto. De hecho, indica que el último dato muestra una variación mes a mes negativa, luego del crecimiento explosivo que experimentó en los últimos meses.

El señor Claudio Soto prosigue, destacando que las expectativas de los sectores empresariales se mantienen en terreno optimista y que se advierte una cierta recuperación en las expectativas del sector construcción desde un terreno pesimista. No obstante, hace notar, en forma especial, que la percepción de demanda de los sectores industriales, que tuvo un repunte después del terremoto, no solo ha venido cayendo, sino que se encuentra levemente en terreno negativo.

Informa que el consumo, en cambio, se muestra muy vigoroso al cierre del segundo trimestre, lo mismo que la inversión. Respecto de esta última, menciona que si bien tuvo un efecto de abultamiento, porque se adelantaron muchas importaciones de maquinaria y equipos, y hoy alcanza niveles algo menores que un par de meses atrás, sigue en niveles muy elevados y se espera que continúe en los meses venideros.

En materia de proyecciones, el señor Claudio Soto hace presente que con los antecedentes del Imacec de junio, la proyección de crecimiento se corrigió al alza, desde un 4,4%, que era el punto central del último IPoM, a 5%. Agrega que antecedentes preliminares del cierre de Cuentas Nacionales del primer semestre, indican que la

*[Handwritten signature]*



BANCO CENTRAL DE CHILE

variación de 1% del PIB del primer trimestre va a ser más cercana a 1,5% y que el 6,2% del segundo trimestre va a ser más cercano a 6,5%. Hace la salvedad de que esos antecedentes todavía no están incorporados en la actual proyección, porque aún no se tiene el cierre de Cuentas, pero que si se consideraran, el crecimiento de este año sería de 5,1 ó 5,2%.

A continuación, y respondiendo a una consulta del Consejero señor Rodrigo Vergara, el señor Claudio Soto indica que el crecimiento del sector construcción fue de 0,8% en el primer trimestre. Aclara que este sería corregido algo a la baja, lo mismo que el dato correspondiente al segundo trimestre. Agrega que el escenario contempla que este sector se acelera hacia el término del año, estimándose que la cifra del cuarto trimestre llegaría a 9,2%, en parte por el sector público, y en parte por los antecedentes de las tasas hipotecarias, que muestran que debería observarse una expansión en el ritmo de ventas de viviendas y en el sector construcción.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta cuánto se logra recoger en el sector construcción lo que es reparación de viviendas, que ha sido muy intensiva luego del terremoto de febrero último, así como la escasez de mano de obra especializada en materia de construcción. El señor Presidente pregunta dónde se registran los albañiles, si acaso en el sector servicios.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña responde que no se dispone de datos directos de reparaciones, pero sí de estimaciones muy generales, muy gruesas, de gastos promedio por vivienda, del número de viviendas destruidas o dañadas e, incluso, de aquellas que requieren reparaciones menores. En cuanto a la tarea de reconstrucción, hace presente que es muy difícil hacer una estimación y que se evita hacer una subestimación al respecto. Sobre esto último, aclara que se estaría subestimando la cifra si se utilizara la tasa histórica de reparaciones, que se obtiene a partir de las cuentas anuales, y que en el caso particular del segundo trimestre se hizo una imputación especial en materia de reparaciones, sobre la base de lo ocurrido en el primero. Finalmente, menciona que hay información más dura de demoliciones, cuya fuente es el Servicio de Impuestos Internos, a partir de la cual también se efectúa una estimación gruesa.

En cuanto al registro de los albañiles, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto informa que se incluyen en el sector construcción, en tanto que el señor Vicuña complementa, especificando que se incorporan como relaciones menores en dicho sector.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, destacando el fuerte dinamismo que registra la demanda, por la recuperación del consumo y de la inversión. No obstante, hace notar que las exportaciones se muestran bastante débiles y que no se visualizan perspectivas de una recuperación fuerte en los próximos meses. Indica que ello responde, en parte, a que varios sectores exportadores fueron afectados por el terremoto y también al bajo dinamismo que se observa en minería.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta por las razones detrás de la variación negativa de las exportaciones proyectada para el cuarto trimestre de este año. El señor Soto indica que obedece a un efecto base, por cuanto, la minería registró un repunte muy transitorio el año pasado, que se revirtió en el primer trimestre de este año. En todo caso, comenta que esa tasa de crecimiento va a ser algo más positiva con el cierre de Cuentas Nacionales.

El Consejero señor Enrique Marshall, a propósito del accidente en la Mina San José, consulta por la participación de la pequeña y la mediana minería. El señor Soto

*ML*



## BANCO CENTRAL DE CHILE

responde que accidentes de maquinaria de grandes minas, como Chuquicamata, han tenido leves incidencias en el PIB, por lo que el actual episodio no lo afecta de manera alguna.

El señor Claudio Soto continúa, señalando que se mantiene el perfil de recuperación sectorial previsto en la Reunión anterior, aclarando que este incluye la proyección. Asimismo, detalla que el fuerte crecimiento que se está observando en el PIB se desaceleraría hacia el término del año; que la industria exhibe una recuperación de sus niveles, pero también una cierta desaceleración en adelante, a medida que empieza a acumular inventarios y la fuerza de la acumulación de inventarios deja de tener impacto; que el sector comercio muestra una cierta desaceleración hacia el tercer trimestre, pero retomaría mayor dinamismo más adelante; que una parte de servicios ha estado más dinámica, esperándose un nivel algo más alto todavía hacia la segunda parte del año; y que los cambios más relevantes en la proyección se observan en el sector construcción, donde las perspectivas indicaban que registraría un mayor dinamismo hacia el tercer trimestre, el cual no se ha materializado, esperándose que se haya postergado para el término del presente año.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta por la participación de vivienda en el sector construcción. Sobre el particular, manifiesta entender que parte de su menor dinamismo obedecería a un nivel de *stock* todavía muy alto, que si bien habría bajado de 60.000 casas a 40.000 en la actualidad, debiera haber sido de 20.000, de acuerdo con lo esperado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico responde que el *stock* de viviendas cayó, ya que las ventas se recuperaron después de la crisis, y que, como resultado de ello, disminuyeron los meses para botar vivienda desde el *peak* de 30 meses, aproximadamente, a algo menos de 20 meses.

El Consejero señor Sebastián Claro agrega que el número de equilibrio sería más cercano a 10.000 que a 20.000, por lo que 20 meses resulta ser todavía un período muy alto para agotar *stock*, restando, en consecuencia, un espacio significativo por el lado de vivienda, que sugiere que la recuperación de ese segmento de la construcción podría ser más lento que un rebote inminente.

El señor Soto añade que el *stock* de viviendas aumentó significativamente luego del terremoto, que llevó a que el número de meses para agotar *stock*, que ya se encontraba en niveles superiores a los históricos, aumentara aún más.

En cuanto a los créditos hipotecarios, en tanto, el señor Soto informa que han estado creciendo de manera más o menos saludable desde comienzos de año y que, a pesar de ello, se ha registrado una caída en las ventas. Al respecto, menciona que se pensó, en algún momento, que ello podría responder a un efecto de recomposición, esto es, que se han otorgado más créditos para comprar casas de mayor valor, pero que ha caído el número de este tipo de ventas; sin embargo, informa que el valor de las ventas también ha disminuido, por lo que no es un problema de recomposición.

Añade que otra hipótesis plantea que los créditos se estarían orientando a la compra de viviendas usadas, que no están capturadas en las estadísticas, o que puedan estar confundiendo parte de los créditos hipotecarios con préstamos para reparaciones.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace presente que, en algún momento, se supuso que, producto del terremoto, iba a haber un *boom* de la



BANCO CENTRAL DE CHILE

construcción, lo que no ha acontecido. Al respecto, consulta qué ocurrió después del terremoto del año 1985.

El señor Claudio Soto responde que en el año 1985 no se observa un efecto en la actividad como consecuencia del terremoto, más que nada por un problema con las estadísticas.

El señor Soto retoma su presentación, informando que la velocidad del PIB total se atenuaría hacia fines de año, pero que el PIB resto seguiría con un alto dinamismo.

Al respecto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán precisa que para efectos de los modelos, es el PIB resto el que interesa. Dado eso, señala que la pregunta que surge es si el escenario de mayor crecimiento respecto del contemplado en el IPoM se está dando o no, lo cual debería evaluarse respecto del PIB resto. En su opinión, este estaría creciendo de manera significativa y que quizás habría que cambiarse de escenario respecto del que se tenía en el último IPoM.

El señor Claudio Soto indica que ese mayor crecimiento del PIB resto sería del orden de medio punto.

En opinión del Gerente de División Estudios señor Pablo García, para ese escenario de riesgo, más que la cifra en sí, es importante evaluar el perfil que está teniendo el dinamismo de la demanda, y si es que el abultamiento observado en el segundo trimestre fue transitorio o correspondió a una aceleración que iba a continuar en el tercer trimestre y el cuarto. Indica que los datos dan cuenta que ese abultamiento efectivamente se observó, ya que se tuvo un *peak* de demanda interna, de consumo, de acumulación de inventarios, de venta de durables, de venta de viviendas, que después ha venido cayendo de manera notable, por lo que, en consecuencia, esto no ha continuado acelerándose desde el punto de vista de la difusión coyuntural que se está observando.

El señor Claudio Soto prosigue, refiriéndose al mercado laboral. Señala, en primer término, que la tasa de desempleo ha venido cayendo de manera sistemática desde mediados del año pasado que, más allá del efecto que pudiera estar reflejando el cambio en la encuesta del INE, se confirma con los datos de la Universidad de Chile. En segundo lugar, indica que el empleo en los sectores afectados por el terremoto, que hasta el mes anterior exhibía tasas de crecimiento negativo, registra ahora un aumento, lo mismo que la fuerza de trabajo, lo que da cuenta que, efectivamente, hay más dinamismo en esos sectores. En tercer lugar, informa que el indicador de puestos de trabajo, un nuevo indicador del INE, basado en una encuesta a las empresas, no a las personas, también muestra variaciones anuales crecientes y más bien elevadas en el empleo, no así la variación mes a mes.

A propósito de esta nueva encuesta, el señor Claudio Soto aclara que la comparación interanual antedicha se efectuó con respecto a la nueva encuesta, por lo que el empleo efectivamente está aumentando respecto del año 2009 y la tasa de desocupación está cayendo.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda comenta que cuando se analizan las dos series, la "ENE" y la "NENE" del 2009, que pueden seguirse a partir de marzo del año pasado, se observa que ambas tienen un comportamiento parecido entre marzo y octubre, pero en octubre, una de ellas registra un salto con respecto a la otra, produciéndose una diferencia de 250.000 empleos.

El señor Claudio Soto explica que esa diferencia responde a que, metodológicamente, uno de los cambios más importantes correspondió a la manera como



## BANCO CENTRAL DE CHILE

se clasifica a una persona como ocupada, ya que antes tenía que estar buscando trabajo activamente, por un período más o menos prolongado, para ser clasificada como tal, mientras que ahora solo basta que declare cierta disposición a buscar empleo o que declare que trabaja un poco en la casa para que sea considerada dentro de la fuerza de trabajo.

El señor Rodrigo Cerda consulta las razones por las que ambas series tienen un comportamiento similar durante los primeros meses.

El señor Soto responde que una alternativa sería que, dado que el empleo por cuenta propia ha crecido con fuerza, podría ser el caso que mucha gente se haya informalizado como consecuencia de la crisis, lo que se vería reflejado en la nueva encuesta y no en la antigua. El señor Pablo García agrega que otra alternativa es que el comportamiento estacional de la gente que, en una encuesta *versus* la otra, fue encasillada como ocupada podría ser muy fuerte, en especial, porque esta diferencia se produce justamente cuando se acaba el invierno, pero es menos significativa en períodos donde hay estacionalidad.

El Presidente señor José De Gregorio señala haber tenido la noción de que la fuerza de trabajo había aumentado entre 100.000 y 150.000 mil personas, a lo cual el señor García responde que no solo ha aumentado la fuerza de trabajo, porque hay gente que en la antigua encuesta se declaraba inactiva o buscando trabajo, sino que, al mismo tiempo, ha aumentado el empleo. En consecuencia, indica que en el neto, la forma de hacer las preguntas en el nuevo cuestionario llevó a que aumentara la tasa de desempleo, porque el margen en que aumentó la actividad es mayor que el margen en que aumentó el empleo.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que hay dos temas. Señala que el primero se refiere a la comparación que se está realizando respecto del año pasado, cuando se estaba ante una recesión. Indica que el segundo dice relación con la nueva definición de lo que es un empleo. A título de ejemplo, menciona que una persona que el año pasado no encontraba empleo y que ahora consigue una hora a la semana, se considera empleado. Para resumir, manifiesta que la nueva encuesta puede dar mediciones más procíclicas del empleo y también de mayor empleo, que la antigua encuesta no habría reflejado.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña explica que ese tipo de cosas se pueden limpiar, porque existe información de ocupación por número de horas. El señor Claudio Soto, en tanto, agrega que los antecedentes de la Universidad de Chile, cuya metodología no ha cambiado y, por tanto, permite comparar las cifras en términos históricos, dan cuenta de que la tasa de desempleo se ubica algo por debajo de 9%, es decir, bajo el promedio histórico de esa encuesta que, en general, ha arrojado tasas de desempleo mucho más altas que las del INE.

El señor Claudio Soto alude a un antecedente adicional, que dice relación con el efecto que podría estar teniendo la política fiscal en la dinámica del mercado laboral. Al respecto, informa que la Dipres publicó una serie de estadísticas sobre el número de empleos que se está generando, ya sea directamente en el sector público o indirectamente, y, en particular, los empleos que se estarían generando a partir de programas de inversión pública. De acuerdo con ello, precisa que el empleo con apoyo fiscal pasó de 1,5 a 5,5% del empleo total.

El señor Soto comenta también que se llevó a cabo un par de ejercicios, que consideran lo que hubiese pasado con la tasa de desempleo si no hubiesen existido estos programas o esta generación de empleo. Señala que, en el caso extremo, se podría haber pensado que la tasa de desempleo no habría caído.



El señor Rodrigo Cerda hace presente que, al parecer, estos datos no consideran un cambio metodológico que introdujo la Dipres. Explica que la Dipres publicó el dato y, al día siguiente, el diario La Tercera informó que se estaban creando más de 100.000 empleos en un año. Agrega que lo publicado por la Dipres corresponde a *stock*, y que la diferencia con ese *stock* es mayor que 100.000 empleos, lo cual fue corregido al día siguiente, advirtiéndose claramente que estos comenzaban a caer.

En materia de salarios, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que, en términos nominales, esa tasa de variación anual ha seguido aumentando, en tanto que los salarios reales, que no habían registrado mayores movimientos, presentan un cierto aumento últimamente.

En relación con la inflación, señala que el IPC de julio fue de 0,6%, fuertemente influenciado por el alza transitoria del impuesto de timbres y estampillas y por las alzas del Transantiago. Menciona que, en esta ocasión, las sorpresas que hubo en la proyección se concentraron en componentes del IPCX1, como, por ejemplo, en las tarifas de los buses interurbanos, cuya alza fue inferior a la esperada, y que no se produjo el alza de precios de los cigarrillos que se había venido anticipando desde que se anunció el alza en el impuesto. Agrega que estas dos sorpresas se compensaron con un leve aumento en las tarifas.

Asimismo, destaca que no hubo sorpresa en la inflación de frutas y verduras, que había sido materia de preocupación durante el mes pasado, por cuanto el aumento de precios no fue superior al anticipado por efectos estacionales.

El señor Claudio Soto indica que la proyección actual considera, como elementos centrales, un tipo de cambio más apreciado y la mantención de las alzas en las tarifas de Transantiago.

Respecto de estas últimas, y a propósito de la suspensión de una de las alzas, anunciada a primera hora de la mañana, comenta que el escenario considera que la incidencia de las alzas del Transantiago es de 3 décimas en el IPC en el final del horizonte.

Manifiesta que, en la proyección, algunas correcciones importantes para los meses venideros es lo que está aconteciendo con los alimentos no perecibles y la carne. Agrega que más que el seguimiento del precio del trigo y su posible incidencia en el precio del pan, o de los *commodities*, este se ha concentrado en alimentos en general, en las bebidas y la carne, que han llevado a corregir la proyección al alza.

Para agosto, indica que uno de los supuestos importantes era un aumento en el precio del vestuario por un efecto estacional. Aclara que se cuenta con una única observación para hacer ese juicio, que corresponde a lo ocurrido estacionalmente el año pasado, por lo que dicha alza podría no materializarse. Plantea que en caso que esa alza no se diera en agosto, tendría un impacto de 1 a 2 décimas de menor inflación en agosto, aproximadamente. De ser así, comenta que esta se postergaría, dado el patrón estacional en vestuario, lo que no implicaría cambiar la evaluación de la proyección, sino que habría que pensar más bien en el mes en que esta se producirá. Al respecto, precisa que, de acuerdo con los datos históricos, el alza se postergaría a septiembre.

En cuanto al precio de los cigarrillos, hace notar que el alza de 40% que se había anticipado, no se materializó, porque el alza de impuestos se promulgó solo unas semanas atrás y, en consecuencia, aún no se había concretado oficialmente. Añade que a partir de ahora sí se comenzarían a observar alzas, por lo que el supuesto de que estas se registrarán hasta noviembre no ha sido alterado.



En relación con la tarifa eléctrica, reconoce que se cometió un error al no anticipar una caída en su precio, como consecuencia de una reliquidación por bajas en el precio del nudo. Detalla que entraron dos cambios de tarifa simultáneamente, mientras que en la Gerencia a su cargo se estimó que ello sería más secuencial. Añade que ahora se dispone de un antecedente adicional, que es un alza algo mayor en el precio del nudo de largo plazo, por lo que el perfil de alzas es más bien parecido al que se tenía anteriormente, pero el nivel de llegada para los precios es algo mayor que el contemplado en la Reunión pasada.

Retomando el tema del Transantiago, señala que la tarifa ha subido alrededor de 30% desde que comenzaron las alzas y que se contempla que el aumento hasta fines del horizonte podría alcanzar a 50% en total. Asimismo, hace presente que el escenario que no considera nuevas alzas de aquí hasta fines del horizonte de corto plazo, esto es, mantener el pasaje en \$500 en vez de subirlo hasta \$600, tiene una implicancia de tres décimas menos en el IPC de enero.

En cuanto a las perspectivas para las frutas y verduras, el señor Claudio Soto indica que se sigue exactamente el mismo escenario contemplado anteriormente, dado que no hay antecedentes para cambiarlo. En todo caso, recuerda que este contempla un alza de precios relativos bastante importante. Asimismo, plantea que es importante considerar que el precio relativo de las frutas y verduras observado durante el año es históricamente elevado y superior al registrado en el año 2007, que si bien no llegó a estar en niveles históricamente altos, fue cuando pasó bruscamente de un nivel muy bajo a uno muy elevado.

Con ello, destaca que la inflación llegaría a la meta este mes, se ubicaría en la parte alta del rango de tolerancia en noviembre, alcanzaría a 4,2% en diciembre y bajaría algo en enero. El Gerente de División Estudios señor Pablo García precisa que esas cifras consideran una tarifa del Transantiago de \$600 y que el precio de los cigarrillos siga aumentando.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que si bien el IPC está subiendo por una serie de alimentos que no es el pan, este ha generado cierta preocupación. Consulta, al respecto, si el ejercicio sobre el costo de energía arroja alguna novedad. El señor Soto responde que, en términos generales, indica que los márgenes del precio del pan todavía son bastante holgados, por lo que hay espacio para que suban los costos sin que, necesariamente, se traduzcan en precio.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, refiriéndose a los mercados financieros. Hace presente que desde la última RPM, las tasas *swap* de 180 y 360 días y la de los BCP-2 han seguido subiendo, no así las tasas de los BCP-5 y BCP-10. De hecho, comenta que la pendiente de la curva de los bonos se ha aplanado bastante desde la última Reunión, lo que no se había observado en los meses previos.

Informa, asimismo, que las tasas de colocación han estado subiendo en varios segmentos, mientras que en un par de segmentos ello no ha sido así, como es el caso de las tasas de consumo a tres años, que se mantienen más bien estables. Agrega que las tasas de los créditos hipotecarios siguen cayendo, tendencia que se aprecia desde mediados del año pasado, aproximadamente.

Respecto del crédito mismo, destaca que los datos mensuales dan cuenta de una recuperación con cierta solidez, y que las variaciones interanuales también comienzan a recuperarse desde niveles inferiores a los promedios registrados antes de la crisis hasta aquellos observados antes de su inicio. Añade que, a partir de los datos diarios de la estimación de la variación mes a mes del crédito, se advierte que los créditos



de consumo e hipotecarios están creciendo, mientras que las colocaciones comerciales registran una caída.

El Consejero señor Enrique Marshall recomienda tener información cualitativa de los bancos para oportunidades venideras, que contribuya a tener una percepción más exacta de lo que ocurre con ellos, ya que cuando el crédito se aprecia en 30%, no cabe duda de que está creciendo, pero cuando aumenta solo 2, 3 ó 5%, se desconoce si ello obedece a muchas operaciones nuevas o si son las mismas que se han capitalizado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, señalando que el tipo de cambio se ha estado apreciando con fuerza desde la última RPM, por los aumentos del precio del cobre, por los movimientos del dólar a nivel mundial y por una apreciación genuina del peso, en especial, en los días posteriores a la RPM. Precisa que, desde fines de junio hasta ahora, los movimientos del peso han sido más bien respecto del dólar, no así respecto de otras monedas, dando cuenta de ello el tipo de cambio multilateral, que se ha mantenido estable.

A continuación, el señor Claudio Soto se refiere a un ejercicio que utiliza un modelo para la paridad peso dólar, que trata de descomponer la dinámica de corto plazo de una serie de fundamentales, con diferencial de tasas, con precios de *commodities*, y que no considera los flujos de los NDF ni las posiciones de las AFP. Informa que este arroja que desde junio hasta ahora, gran parte de la apreciación del peso obedecería a la depreciación del dólar, esto es, lo que está ocurriendo específicamente con el *Broad Dollar Index*; que otra parte se explica por los movimientos del cobre; que una tercera, por un ítem otros, que incluye el premio por riesgo relativo de Chile, que es más bajo respecto del resto del mundo; y que otra parte no se explica por los movimientos más recientes.

El señor Soto señala que el modelo que considera la posición NDF explica que casi toda la variación del peso más reciente se debe a cambios en los fundamentales y, además, a la posición de NDF. Al respecto, hace presente que la posición NDF es una variable bastante endógena, que puede estar respondiendo a expectativas de apreciación, por lo que, en su interpretación, estos resultados quizás corresponderían más bien a una *proxy* de expectativas que a un *driver* genuino exógeno de los movimientos del tipo de cambio.

El señor Soto hace presente que el modelo no da cuenta de un desequilibrio evidente en el mercado cambiario. Indica que si considera estos fundamentales, los residuos que arroja son muy pequeños, lo cual habla de que el valor del tipo de cambio no estaría desalineado necesariamente respecto de sus fundamentales en lo más reciente. Añade que el tipo de cambio real se ubica más bien en medio de la banda y que, en términos multilaterales, la apreciación no ha sido tan significativa.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue con su presentación, destacando que la bolsa ha aumentado de manera importante desde la última RPM.

Respecto de los agregados monetarios, señala que se observa una cierta desaceleración en el margen, tanto en el M1 como en los agregados menos líquidos. En cuanto al modelo, indica que predice que el crecimiento real del dinero debería atenuarse de manera abrupta, dado que ya se ven perspectivas de alza de tasas más intensas.

Refiriéndose luego a una consulta del Consejero señor Sebastián Claro sobre los agregados menos líquidos, esto es el M2 y el M3, manifiesta que hasta la RPM pasada se observaban con poco, sino nulo crecimiento, pero que correspondían a datos provisorios, basados en un supuesto respecto de los depósitos en fondos mutuos. Informa que esos datos se revisaron durante la semana en curso y se corrigieron al alza de



## BANCO CENTRAL DE CHILE

manera importante, explicando el crecimiento más intenso de los agregados menos líquidos que se observa a comienzos de año respecto de lo que se vio en la RPM anterior.

El Consejero señor Rodrigo Vergara repara en que la corrección del crecimiento en doce meses fue muy significativa, desde 1 a 10, aproximadamente, y consulta si acaso este supuesto se va a hacer todas las veces y siempre seis meses después, a lo cual el señor Vicuña comenta que hay un problema respecto de la ocasión en que se hace la revisión, manifestando que lo ideal sería que se hiciera más oportunamente.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que la conclusión respecto del punto inicial es que, por muchos meses, el M2 y el M3 no habían crecido o habían disminuido y que el crédito venía recuperándose. No obstante, indica que la revisión de datos sugiere que, durante el primer semestre, el M2 y M3 estaban creciendo más cerca del 10% y no 0%, lo que lo hace algo más compatible y le brinda algo más de tranquilidad respecto de la magnitud del crecimiento del crédito, ya que manifiesta que es más difícil pensar que el crédito podía crecer sostenidamente a una tasa del 5 ó 6% y los agregados menos líquidos, en -2 ó -3%.

El señor Claudio Soto hace presente que, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), el mercado corrigió las expectativas de crecimiento a 5% para este año y a 5,8% para el próximo.

En cuanto a las expectativas para la inflación a un año, indica que se han movido en algo al alza, según lo que se desprende de varias encuestas, no necesariamente de los instrumentos financieros. Comenta que el IPEC, por ejemplo, tiene una tasa de inflación de 4,5% a un año, la EOF se ha movido hacia un 3,8% y la EEE está en 3,5%, aproximadamente, en tanto que la EEE a dos años continúa en 3%.

El señor Soto destaca, a continuación, que si bien la mediana está en 3%, una fracción no despreciable de los encuestados estima que la inflación puede superar el 3% de aquí a dos años. Agrega que el mes anterior, solo una persona creía que la inflación podría estar por debajo de 3% en dos años más, mientras que ahora ninguna lo espera y todas responden que ella será igual o superior a 3%.

Finalmente, el señor Claudio Soto informa que, para la presente Reunión, la mayoría de los agentes del mercado espera que el alza de la TPM sea de 50 puntos base, y que solo algunos se inclinan por un aumento de 75 puntos base. Con respecto a la curva *forward*, añade que el tramo medio se ha empujado como consecuencia de los movimientos de las tasas *swap*, esto es, se esperan alzas más significativas de aquí a mediados del próximo año respecto de lo contemplado en el último IPoM e, incluso, algo más empujada que lo que arrojó la EEE en agosto.

El Presidente señor José De Gregorio da por concluida la sesión de la mañana, recordando que la sesión de la tarde comienza a las 16:00 horas.

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

El Gerente de División Estudios inicia su presentación, indicando que en su Reunión de Política Monetaria de julio, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,50% anual, y señaló, en ese momento, que continuaría reduciendo el significativo estímulo monetario prevaleciente a un ritmo que dependería de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.



El señor Pablo García menciona, a continuación, los principales antecedentes desde la última RPM. En primer término, señala que los mercados financieros internacionales, principalmente las bolsas, han continuado mostrando volatilidad, y que la mayor calma que siguió a la divulgación de los resultados de las pruebas de tensión en Europa ha sido sucedida de incertidumbre sobre el ritmo de recuperación en la economía de Estados Unidos.

En segundo lugar, hace presente que si bien la visión de consenso sobre el crecimiento global no se ha visto alterada mayormente, las cifras coyunturales y las perspectivas para el mercado laboral en Estados Unidos han puesto una nota de pesimismo. Agrega que la Reserva Federal ha aumentado el impulso monetario con medidas no convencionales, lo que posterga aún más el inicio del proceso de normalización de la política monetaria.

En tercer lugar, señala que la mayor incertidumbre reciente ha afectado las valoraciones bursátiles y ha fortalecido el dólar respecto de las principales monedas; que las tasas de interés de largo plazo se han reducido, y que los precios de los productos básicos se han mantenido elevados, destacando el aumento en el precio del trigo.

A pesar del entorno financiero global, que sigue siendo incierto, indica que el peso se ha apreciado desde la última Reunión y que la colocación de deuda soberana obtuvo *spreads* históricamente bajos.

A nivel local, el señor Pablo García subraya que las cifras de actividad y demanda han sorprendido al alza y que las revisiones de Cuentas Nacionales para el primer semestre han aumentado el nivel de actividad en algo menos de medio punto porcentual. En todo caso, comenta que el diagnóstico de que una parte del dinamismo observado en el segundo trimestre respondió a un abultamiento transitorio sigue siendo válido. Añade que las cifras de inflación de corto plazo han estado dentro de lo previsto, con aumentos acotados de los registros subyacentes e incrementos paulatinos en el precio de los alimentos.

Como último antecedente, precisa que los analistas esperan de forma casi unánime un incremento de la TPM de 50 puntos base en esta Reunión, con opiniones minoritarias por opciones distintas.

El Gerente de División Estudios prosigue, destacando que para la presente Reunión, la principal consideración para las opciones de política es la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de junio y su coherencia con los antecedentes coyunturales, además de aspectos tácticos y comunicacionales. Indica que todo ello lleva a evaluar que, al igual que el mes pasado, la opción más plausible para esta Reunión sea incrementar la TPM en 50 puntos base. Agrega que la información coyuntural y sus implicancias para las perspectivas de mediano plazo de la inflación son diversas, no obstante lo cual no se considera que exista suficiente evidencia como para evaluar inequívocamente que se deba alterar, en esta ocasión, el ritmo al cual se está normalizando la política monetaria desde junio.

El Gerente de División Estudios señala que la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de junio contemplaba incrementos de la TPM hasta niveles del orden de 4% hacia junio del 2011, lo que, al igual que en la Reunión pasada, implicaba incrementos de 25 ó 50 puntos base durante varios trimestres. Por otro lado, indica que la trayectoria para la TPM implícita en el último IPoM sugería un perfil cóncavo, es decir, con incrementos más agresivos al principio y una convergencia a niveles algo inferiores a los implícitos en los precios de activos para fines del 2011 o principios del 2012. No obstante, sostiene que las noticias coyunturales, tomadas de forma aislada,



podrían sugerir un incremento en esta ocasión distinto de 50 puntos base. Por ejemplo, menciona que el dinamismo de la actividad y la demanda interna, sin que aún se materialice un mayor impulso fiscal, junto con el significativo incremento de los niveles de ocupación con respecto a un año atrás, sugieren un cierre de holguras más rápido que el previsto en el IPoM, lo que podría dar pie a un incremento de la TPM mayor de 50 puntos base. En su opinión, un movimiento de este tipo permitiría dar una señal fuerte de que la política monetaria está atenta a que el incremento de la inflación anual por encima de 3%, que se espera para los próximos trimestres, sea efectivamente transitorio, afirmando las expectativas de largo plazo en torno a la meta. Asimismo, manifiesta que un movimiento de este tipo ponderaría con mayor fuerza los riesgos de que los precios de los alimentos entren en una escalada como la observada en los años 2007 y 2008.

Por otro lado, hace notar que la trayectoria de la inflación subyacente es más acotada que la prevista en el Informe de junio. Asimismo, señala que la apreciación del tipo de cambio, aunque lo mantiene en niveles que son comparables con los de equilibrio de largo plazo, de persistir o profundizarse puede mitigar las presiones de precios en los próximos trimestres. Agrega que el entorno internacional sigue siendo voluble, habiendo ahora dudas mayores respecto del vigor que tiene la recuperación económica en Estados Unidos. Con respecto a la política fiscal en Chile, informa que la ejecución presupuestaria ha sido comparable al promedio de años recientes, lo que implica que, para alcanzar una expansión de 9% en el gasto real contemplado para el año, en el segundo semestre debería verse una aceleración inusitada en esta ejecución. A su juicio, estas consideraciones, de evaluarse que implican menores perspectivas de inflación hacia el mediano plazo, podrían sugerir adoptar en esta reunión un ritmo de normalización menor de 50 puntos base.

El señor Pablo García destaca que un antecedente relevante en esta ocasión es que luego se comenzará a elaborar el IPoM de septiembre, el que podrá ponderar con mayor exactitud las noticias coyunturales recientes para conformar un escenario de proyecciones para lo que queda de este año y para el 2011. Agrega que en ese proceso se podrá evaluar con mayor precisión el ritmo al cual se continuará normalizando la política monetaria.

El señor García informa que las expectativas privadas, tanto las de analistas como aquellas implícitas en los precios de activos, consideran de manera prácticamente unánime que la TPM aumentará en 50 puntos base. Por lo anterior, y al igual que el mes pasado, expresa que una decisión que difiera de la que espera el mercado, sea con contenidos significativamente distintos del comunicado anterior o en una decisión que sea diferente a la de un aumento de 50 puntos base, probablemente sea sorpresiva. En su opinión, ello podría señalar que el Banco tiene un diagnóstico distinto del que indicó en el último Informe y que el Consejo considera prudente transparentar dicho mensaje, lo que puede ser prematuro a la vista de que un nuevo Informe de Política Monetaria se divulgará en septiembre.

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

El Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes inicia su intervención señalando que el escenario internacional parece ser uno de extremos, por cuanto el escenario central no ha cambiado mayormente con respecto a la RPM pasada, pero sí da cuenta de una mayor incertidumbre. Sostiene que en el escenario más probable todo sigue muy parecido, pero emerge uno alternativo que considera una significativa desaceleración del crecimiento mundial.



Por el lado de la actividad doméstica, el señor Luis Felipe Céspedes destaca el mayor vigor de la economía, pero con una inflación muy contenida. Al respecto, señala que la interrogante es si acaso la aparente desconexión entre la dinámica de precios y la dinámica de la economía son una razón para estar más seguros. En su opinión, no solo no lo es, sino que no es posible descartar un incremento en la inflación en el futuro mayor que el esperado actualmente por varias razones, entre otras, porque la economía se encuentra en un proceso de recuperación del ciclo económico con importantes niveles de incertidumbre.

El señor Céspedes plantea que lo anterior puede llevar a que las condiciones agregadas de la economía sean menos relevantes hoy en el proceso de formación de precios de los agentes económicos. No obstante, manifiesta que una vez que la incertidumbre disminuya o que la acumulación de noticias en el agregado de la economía sea lo suficientemente importante, se podrán observar rápidos ajustes en los precios que lleven a la inflación a niveles por sobre las estimaciones. De hecho, indica que se puede argumentar que una situación similar se vivió en el período 2007-2008.

A su juicio, existen razones fundadas para suponer que el riesgo de un escenario internacional alternativo muy negativo ha aumentado. Por una parte, sostiene que la combinación del escenario doméstico y el escenario internacional descritos puede implicar un importante desafío en materia de estrategia de normalización de la política monetaria. En ese sentido, advierte que si se mantiene una trayectoria como la delineada en el IPoM pasado, no se podría descartar que la normalización no sea lo suficientemente intensa para asegurar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección, ya que procesos de este tipo vienen, por definición, acompañados de pérdidas de credibilidad de la política monetaria y, por lo tanto, de mayores costos para lograr el control de la inflación y la competitividad de la economía.

Por otra parte, plantea que no se puede descartar que si el deterioro de la economía mundial ocurre en un momento en el que la economía lleva una dinámica de desaceleración muy marcada, los costos en términos de actividad y precios sean mayores.

En su opinión, aún hay espacio para agregar más información que permita acelerar la marcha en los próximos meses, si es necesario, a un costo relativamente bajo, lo que implica subir la tasa en 50 puntos base en esta ocasión.

Agrega que, a su juicio, existe espacio para intensificar el *front loading* de la política monetaria en los próximos meses, por lo que no descartaría la opción de subir la tasa en 75 puntos base. No obstante, estima que el escenario internacional es muy incierto y que lo concreto es que se han venido cerrando brechas de capacidad a una velocidad mayor que la esperada, acumulando, de esta forma, y tal como argumentó previamente, presiones inflacionarias para el futuro.

Para finalizar, el señor Luis Felipe Céspedes señala que, en los hechos, la brecha producto debiese estar cerrada este año, mientras que la tasa promedio estará aún muy lejos de cualquier estimación de tasa neutral. En su opinión, esa distancia de la tasa neutral permite acelerar el tranco en los próximos meses, si es que se requiere, manteniendo, al mismo tiempo, un adecuado seguro para enfrentar una situación internacional menos favorable.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de Investigación Económica y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón.



El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón declara compartir la recomendación de la Gerencia de División Estudios de subir la TPM a 2,00%, porque con un cierre de brechas más rápido que lo previsto, es probable que las presiones inflacionarias de demanda, o subyacentes, se materialicen pronto, y porque la TPM se ubica hoy lejos de su nivel neutral, lo que da espacio para subirla sin riesgos evidentes de que constituya una mala decisión.

Sin embargo, plantea que la pregunta de fondo es si el impulso de demanda interna, como resultado del terremoto o de las expectativas, será suficiente para mantener este ritmo de crecimiento y de cierre de brechas por muchos meses más.

Al respecto, manifiesta que las noticias recientes, comentadas largamente en la sesión de la mañana, dan cuenta de que el mercado financiero ha recogido con intensidad el deterioro del panorama externo, prueba de lo cual es la significativa caída que están registrando las tasas largas. Señala que a ello se suma la decisión de la Reserva Federal de reintroducir estrategias no convencionales en un contexto de un comunicado pesimista, que no puede, a su juicio, no tener un fundamento claro de que el escenario futuro que se espera hoy es mucho más débil que el proyectado tiempo atrás, y de que el crecimiento pudiera llegar a ser cercano a 0% o que, incluso, se pudiera estar frente a una eventual doble recesión. Asimismo, considera que por mucho que el motor de la demanda interna sea hoy tan relevante en Chile, y probablemente lo sea durante un año o un año y medio más, el verdadero motor de largo plazo de la economía chilena, que es pequeña y abierta, es el sector externo, por lo que una desaceleración de ese sector no solo tendría consecuencias en el crecimiento, sino que también en la inflación.

El señor Beltrán de Ramón reitera que la recomendación de la Gerencia de División Estudios de subir la TPM en 50 puntos base es la adecuada, pero, al mismo tiempo, estima que el Consejo debiera considerar en su comunicado que un escenario balanceado de riesgos internos y externos no necesariamente garantiza que los aumentos de TPM en el futuro tendrán la misma periodicidad e intensidad.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al señor Beltrán de Ramón y, a continuación, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.

El señor Felipe Larraín indica que, desde la última Reunión de Política Monetaria, las cifras de actividad económica han superado las expectativas. Precisa que el Imacec de junio registró un aumento interanual de 6,8%, llevando a los analistas privados a corregir al alza sus proyecciones de crecimiento para este año y a situarlas en 5%, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central.

Hace presente que si bien estas son noticias alentadoras para la economía, se debe recordar que el dato de junio consideró una muy baja base de comparación, efecto que se irá diluyendo en los próximos meses, a medida que la base se vaya haciendo más exigente. En particular, señala que a partir de julio se ve un cambio de base, que se observará más claramente entre agosto y septiembre y, por supuesto, aún más fuerte en la última parte del año, es decir, los meses de noviembre y diciembre de 2009, que registraron aumentos importantes de actividad.

En cuanto a la situación internacional, el señor Ministro de Hacienda enfatiza que continúa siendo un foco de incertidumbre, ya que si bien la posición fiscal en varios países europeos sigue generando algún grado de incertidumbre externa, las preocupaciones han comenzado a trasladarse a Estados Unidos, cuyas últimas cifras dan cuenta de que esa economía no está logrando recuperarse con la rapidez que se esperaba. Advierte, en consecuencia, que la materialización de un escenario internacional adverso podría poner en riesgo la recuperación y provocar alta volatilidad en los precios de los *commodities*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Al proseguir, el señor Felipe Larraín menciona que, en junio, y considerando utilizar los datos referenciales con base 2009, las remuneraciones crecieron 3,7% en doce meses y que el costo de la mano de obra lo hizo en 4,8, mientras que, en términos mensuales, aumentaron 0,2 y 0,3%, respectivamente, moderando así las alzas de abril y mayo.

Por otra parte, destaca que el peso se ha apreciado respecto del dólar desde la reunión de julio, en línea con la debilidad internacional de la moneda, por lo que este factor debería contribuir a disminuir la presión sobre el nivel agregado de precios.

En materia de inflación, manifiesta que el registro de julio fue de 0,6% mensual y de 2,3% en doce meses, levemente bajo lo esperado e impulsado por ciertas alzas específicas. Hace presente que el factor fundamental en el resultado del mes fue la reposición del impuesto de timbres y estampillas a partir del 1 de julio, lo que provocó un alza de 20,1% en el ítem de gastos financieros, con una incidencia de 0,51 puntos porcentuales sobre la tasa de inflación del mes. Sin embargo, subraya que este efecto se revertirá, ya que la ley de financiamiento fue publicada el día 31 de julio pasado, con lo que se concreta la disminución permanente de este impuesto desde 1,2 a 0,6% con efecto retroactivo para aquellos préstamos contraídos entre el 1 y el 31 de julio. Adicionalmente, destaca también el alza de 7,9% mensual del servicio de transporte multimodal, que tiene una incidencia de 0,18 puntos en la inflación, debido al incremento de \$20 que entró en vigencia el 17 de junio último.

El señor ministro de Hacienda agrega que las cifras de inflación subyacente se mantienen aún acotadas, particularmente el dato de IPCX1. De hecho, precisa que el IPCX subió 0,6% mensual, mientras que el IPCX1 anotó una caída de 0,3%, con lo que las mediciones en doce meses se ubican en 1,4 y -0,5%, respectivamente. En razón de lo expuesto, hace notar que aun cuando la inflación acumulada a julio de 2010 es de 2,4%, el IPCX1 lleva acumulado -0,1% en el año.

El señor Felipe Larraín comenta, además, que la Encuesta de Expectativas Económicas de agosto indica que las expectativas de inflación continúan dentro del rango de tolerancia del Banco Central, esperándose que la inflación para el año 2010 sea de 3,6% y de 3,3% el próximo año, mientras que las expectativas de inflación usando tasas de mercado, esto es, las de los BCP y BCU a 5 años, arrojan un valor de 3,5%. En su opinión, de estos datos se desprende que las expectativas de inflación siguen contenidas, aunque acercándose al techo del rango, incluso a plazos más largos.

En este contexto, el señor Felipe Larraín manifiesta que, como Ministerio de Hacienda, entiende que el proceso de recuperación de la economía se encuentra en curso, con datos de inflación recientes influidos por elementos transitorios que se revertirán en el mes de agosto, y aún en línea con el rango meta del Banco Central a mediano plazo. Añade que existe también incertidumbre externa que podría poner en riesgo la recuperación y que, en este contexto, lo más adecuado sería continuar con el proceso paulatino y gradual de normalización de la política monetaria.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín, luego de lo cual da paso a la votación y concede la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comienza su intervención agradeciendo al *staff* por la excelente presentación.

Señala, en primer término, que la situación económica externa sigue siendo incierta y, más aún, destaca que las noticias de desaceleración en Estados Unidos, junto



## BANCO CENTRAL DE CHILE

con una visión de la Reserva Federal que, a su juicio, es básicamente pesimista, han tenido un impacto significativo en los mercados en los últimos días. Agrega que aun cuando las proyecciones anuales siguen mostrando un crecimiento saludable, las expectativas están bajando y ya hay países haciendo revisiones a la baja en sus crecimientos esperados. Así también, sostiene que si bien las economías emergentes siguen sólidas, es difícil pensar que en un escenario más negativo no vayan a ser golpeadas por lo que está sucediendo en el mundo desarrollado. A título ejemplar, comenta que hay indicadores preliminares que dan cuenta de una eventual desaceleración en China.

En el plano interno, manifiesta que sigue sorprendiendo el dinamismo de la actividad, ya que el Imacec de junio fue nuevamente superior a lo estimado por el mercado; las encuestas de expectativas muestran que la proyección de crecimiento del PIB para el año ya llega a 5%; la demanda interna, por su parte, sigue creciendo a tasas elevadas, impulsada tanto por el consumo como por la inversión; y las cifras de empleo también exhiben una tendencia muy positiva. Agrega que las colocaciones se aceleran y salen de la caída y estancamiento que exhibieron por un buen tiempo y las cifras monetarias mantienen un vigoroso crecimiento.

En materia de inflación, indica que el registro de julio fue algo inferior a lo previsto, en particular la medida por el IPCX1, que cayó 0,3% en el mes y que sigue siendo negativa en doce meses. En su opinión, el dispar comportamiento entre la inflación efectiva y la subyacente, particularmente el IPCX1, no solo en el mes, sino que en lo que va corrido del año, tiene su explicación en que las alzas de precios han estado dominadas fundamentalmente por alzas de impuestos, como el de timbres y estampillas y de combustibles, y alzas en las tarifas, específicamente el Transantiago. No obstante, advierte que el hecho que no se haya registrado inflación subyacente hasta ahora no implica que ello se mantenga a futuro. Más aún, estima que sería razonable esperar que el fuerte crecimiento de la demanda y el cierre de brechas presionen los precios al alza. En ese sentido, expresa que la gradual normalización de la política monetaria que se ha llevado a cabo en los últimos meses tiene, precisamente, el objetivo de controlar esas presiones, así como las expectativas de los agentes con suficiente anticipación.

El Consejero señor Rodrigo Vergara señala que las circunstancias indican que lo razonable es seguir en esta ocasión con este proceso de normalización de la política monetaria, la que sigue siendo expansiva. En su opinión, se ha trazado un camino en las reuniones anteriores que no es conveniente modificar en esta oportunidad, ya que ir más lento podría significar tener que acelerar este proceso a futuro e ir más rápido no se condice con un escenario externo turbulento y con presiones de precios que siguen controladas.

En relación con el comunicado, declara concordar con la Minuta de Opciones, en que su contenido no debe ser significativamente distinto del anterior. Agrega que la señal, en todo caso, debe ser clara en cuanto a que, en el escenario base, el proceso de normalización de la política monetaria continuará en los próximos meses.

Por lo anterior, manifiesta que su voto es por subir la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 2%.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que las últimas semanas han sido abundantes en novedades.

En el ámbito externo, señala que hay varios elementos a destacar. En primer término, plantea que los *stress tests* a la banca europea lograron proveer alguna calma al sistema bancario europeo, no tanto por lo robusto de sus resultados, sino porque despejaron ciertas dudas sobre la posición de una parte importante de los intermediarios



financieros en Europa. Al mismo tiempo, indica que las tensiones en los mercados de deuda pública en Europa continúan y que los costos de los seguros de crédito de deuda soberana, más que disminuir, se han mantenido muy altos, lo que refuerza la idea de que los ajustes fiscales prometidos parecen ser insuficientes y de que se requerirá ajustar los valores de la deuda en algún grado. Agrega que, dependiendo de la magnitud y amplitud de estos efectos, no es posible descartar ruidos en el sistema bancario asociados con ello, así como una natural demora en la reactivación del crédito y la actividad en ese continente.

En cuanto a Estados Unidos, hace presente que las últimas cifras de actividad y empleo no han sido favorables. Destaca que las expresiones de la Reserva Federal y las reacciones de los mercados así lo denotan. En su opinión, es razonable esperar una recuperación lenta, consecuencia natural del alto nivel de endeudamiento de esa economía.

Finalmente, y tal como lo ha mencionado en otras oportunidades, reitera que la desaceleración en el margen en China debe ser interpretada, a grueso modo, como positiva, toda vez que las políticas contracíclicas, tanto fiscales como monetarias, aplicadas durante la crisis son, a todas luces, insostenibles. Añade que la situación del sistema financiero en esa economía también exige medidas precautorias de las autoridades.

Con todo, el Consejero señor Sebastián Claro es de opinión que se va conformando un panorama en el que la recuperación del mundo desarrollado será lenta, especialmente hacia el año 2011, y que la posibilidad de un impulso a la economía mundial, otorgado por los países en desarrollo, se mantiene para los próximos trimestres. Asimismo, reitera sus dudas sobre la viabilidad de este desacople de manera más duradera, dado los fundamentos que justifican una desaceleración en el mundo desarrollado y porque este escenario puede ser algo más débil que el esperado anteriormente. A su juicio, ello reafirma, sin duda alguna, un grado de incertidumbre no despreciable y un grado de cautela con respecto al escenario externo.

Por otra parte, el Consejero señor Sebastián Claro destaca que los precios de los alimentos y *commodities* han mostrado alzas importantes, aunque con correcciones en el margen, que provocan cierta inquietud. Indica que si bien la experiencia de años anteriores justifica esta inquietud de alguna manera, existen dos diferencias importantes con la realidad del año 2007 que deben procesarse adecuadamente. Señala, en primer término, que los datos sugieren que parte de las bajas de los precios de alimentos durante el año pasado no habrían sido totalmente traspasadas a precios, por lo que los márgenes de comercialización hoy día serían altos y permitirían acotar el traspaso, por lo menos momentáneo, de los precios internacionales a los precios domésticos. Al respecto, hace la salvedad que con ello no está minimizando el riesgo, pero que sí cree que es un elemento importante a ser considerado. En segundo lugar, sostiene que el dinamismo de la economía mundial es hoy sustancialmente menor que el vivido en los trimestres previos a la crisis de septiembre del año 2008, por lo que las presiones de precios también debieran ser más acotadas.

A nivel interno, el Consejero señor Sebastián Claro subraya que la actividad ha mostrado un importante dinamismo, superior al proyectado inicialmente. Sin embargo, llama la atención sobre algunos componentes del mismo, como el consumo privado, que ha estado desacelerándose en el margen, lo que constituye un fenómeno positivo toda vez que el riesgo de un crecimiento sobredimensionado del consumo parece amainar. Agrega que las cifras fiscales también dan muestra de un crecimiento del gasto acotado en el primer semestre, lo que denota una contribución del Fisco a una expansión contenida de la demanda. Finalmente, indica que el dinamismo de la inversión está principalmente explicado por la inversión en maquinarias y equipos, en especial su



componente importado. Agrega que la inversión en obras e infraestructura se corrige a la baja, tanto por menores cifras pasadas como por una menor proyección, y que esta corrección es evidente en el sector construcción, ya que todavía no presenta señales de recuperación importantes, lo que debe ser ponderado cuidadosamente.

Por otro lado, subraya que el empleo ha mostrado cifras de crecimiento anual muy altas, lo que debiera permitir mantener niveles de demanda elevados.

Con respecto al crédito, señala que los agregados de crédito han seguido creciendo y recuperándose, lo que es consecuente con aquello que los agregados monetarios menos líquidos, el M2 y M3, que hasta hace poco mostraban registros muy acotados, han sido corregidos y exhiben tasas de crecimiento en doce meses algo por debajo del 10% durante todo el primer semestre, lo que es más coherente con la evolución del crédito y de la demanda. En este sentido, menciona que una preocupación expresada con anterioridad respecto del bajo dinamismo del M2, da paso a una evolución más coherente con el ciclo.

En materia de inflación, el Consejero señor Sebastián Claro hace presente que los registros confirman, a grueso modo, las tendencias proyectadas con anterioridad, en que los registros estarían fuertemente afectados por factores puntuales, y con una tendencia subyacente acotada. No obstante, sostiene que el dinamismo de la economía y la experiencia pasada sugieren que estos registros son volátiles y que podrían variar, por lo que más que hablar de ausencia de presiones inflacionarias es más adecuado enfatizar que las presiones inflacionarias derivadas de la mayor demanda todavía no se han manifestado, pero que todo indica que lo harán en los próximos meses.

Hace presente que una nota de cautela la introduce la situación cambiaria, la que junto con claros signos de menores registros de inflación en el mundo, podrían mantener acotados los registros de inflación en bienes transables. Acota que ello es coherente con la manifestación de menores presiones inflacionarias en varios países en desarrollo.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, resulta natural seguir con la normalización de la TPM al ritmo actual de 50 puntos base, ya que la tasa es todavía fuertemente expansiva y porque resulta prudente llevarla a niveles normales en los próximos meses. Declara descartar un aumento mayor, porque estima que en el margen las noticias no sugieren la necesidad de apurar un proceso que, a su ritmo actual, es coherente con la estabilidad de precios, y porque daría pie, además, a nuevas interpretaciones del mercado que ya en las últimas semanas ha incorporado expectativas de alzas de tasas sustanciales. Por otra parte, manifiesta que también descarta la opción de subir solo 25 puntos base, toda vez que la TPM es muy expansiva, la economía ha dado muestras de una recuperación importantes y la decisión de innovar debiera darse con una TPM algo mayor a la actual y contando con más antecedentes sobre la situación interna y externa.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por subir la TPM en 50 puntos base y mantener, esencialmente, el mismo mensaje en el comunicado.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado, e indica que las noticias del último mes tienden a reafirmar, en lo grueso, el escenario delineado en el último IPoM.

En el frente externo, señala que las tensiones financieras asociadas a la deuda europea se han atenuado y que, si bien los problemas de fondo no se han resuelto, las acciones adoptadas por las autoridades han permitido controlar la situación por el



BANCO CENTRAL DE CHILE

momento. Entretanto, hace presente que el foco de preocupación se ha desplazado al ámbito de la economía real, por cuanto los últimos datos de actividad y empleo en los países desarrollados han despertado bastante preocupación sobre la evolución de sus respectivas economías, lo que ha sido recogido con prontitud por los mercados financieros y cambiarios. Así, advierte que la probabilidad de un escenario global más negativo al visualizado ha tendido a aumentar. Coherente con ello, manifiesta que las perspectivas para la inflación permanecen bastante acotadas e, incluso, se han ajustado a la baja.

No obstante lo anterior, sostiene que las economías emergentes, con variantes, siguen mostrando bastante dinamismo, impulsado por fuerzas internas. Junto con ello, indica que los precios de las materias primas han vuelto a subir y que particularmente significativo es el incremento observado por los precios de los alimentos. A su juicio, todo ello genera importantes desafíos para el manejo de la política monetaria en estas economías.

En el frente interno, destaca que la actividad sigue en un claro proceso de recuperación. Comenta, al respecto, que el último Imacec sorprendió nuevamente al alza y que, de esta manera, lo más probable es que el año cierre con un crecimiento superior al proyectado con anterioridad. Señala que el impulso observado proviene principalmente de la demanda interna, que se traduce en un fuerte aumento de las importaciones, y que por lo mismo, los sectores que exhiben un mayor dinamismo son el comercio y los servicios, mientras que la industria y la construcción se muestran bastante más débiles y rezagadas.

En su opinión, esta positiva evolución de la demanda se ha visto favorecida por las acciones de política implementadas por las autoridades, entre las que se incluye la aplicación de una política monetaria claramente expansiva durante varios trimestres. De este modo, manifiesta que la demanda debería moderar su expansión en adelante, como ya lo sugieren las cifras más recientes, y adquirir una composición más balanceada. Con todo, estima que, en el escenario más probable, la economía mantendrá un ritmo de crecimiento vigoroso en lo que resta de este año y el próximo.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que estas perspectivas se ven respaldadas, entre otros factores, por la positiva evolución que muestra el empleo, lo que contrasta con lo observado en los países desarrollados. Agrega que, en esa misma perspectiva, habría que señalar que las condiciones crediticias han dejado de ser una limitación para la expansión de la demanda interna.

Sin embargo, hace presente que persiste alguna incertidumbre sobre la evolución de la actividad en el mediano plazo, por cuanto el riesgo de que adquiera una velocidad mayor que la visualizada está presente y debe ser procesado con atención. En tal sentido, considera que un factor clave a monitorear es el referido a la política fiscal y su implementación en lo que resta del año y el próximo.

En materia de inflación, el Consejero señor Enrique Marshall indica que los registros mensuales siguen afectados por factores puntuales. Añade que la inflación anual continúa aumentando de acuerdo con lo previsto y que las proyecciones sugieren que seguirá subiendo en los próximos meses y que se ubicará en torno al límite superior del rango meta a fin de año, para luego converger hacia la meta en el mediano plazo. Sin embargo, advierte que los bajos registros de inflación subyacente introducen una nota de cautela.

Por el lado de costos, destaca que las presiones parecen bastante acotadas, que las remuneraciones se expanden moderadamente y que el tipo de cambio permanece afectado por fuerzas más bien apreciativas.



El Consejero señor Enrique Marshall señala, a continuación, que el mercado tiene perfectamente internalizado el proceso de normalización de la TPM y que para la presente Reunión, las expectativas apuntan mayoritariamente a un alza de 50 puntos base.

A su juicio, en este contexto, lo que se impone es proseguir con el proceso de normalización en curso. Indica que la TPM permanece todavía a una distancia considerable de la tasa neutral, aún bajo el supuesto de que dicha tasa podría ser menor a lo sugerido por estimaciones previas, razón por la cual debe ser ajustada nuevamente al alza.

El Consejero señor Enrique Marshall hace presente que la opción de un alza de 50 puntos base vuelve a surgir con bastante claridad, ya que resulta coherente con el diagnóstico y las señales que el Banco ha entregado desde el último IPoM y refuerza, además, el proceso de normalización anunciado, sin cerrar la posibilidad de proseguir algo más rápido o algo más lento en los próximos meses, teniendo en cuenta los antecedentes que se acumulen.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que no descarta tajantemente otras opciones, ya que, en su opinión, existen argumentos para sugerir y respaldar decisiones algo distintas. A título ejemplar, señala que un incremento de 75 puntos base ha sido planteado y justificado por algunos analistas de mercado. Asimismo, indica que cerrarse completamente a otras opciones puede generar la idea de que la Institución ve esta decisión como muy simple o muy mecánica, en circunstancias que existen riesgos en uno y otro sentido que deben ser sopesados cuidadosamente.

Con todo, expresa que la opción de subir 50 puntos base se impone con bastante claridad sobre cualquier otra, y a los fundamentos expuestos agrega que no le parece conveniente sorprender al mercado ni sugerir cambios de visión en estos momentos.

Finalmente, destaca que la preparación del próximo IPoM permitirá analizar con detalle el escenario futuro y evaluar con mayor precisión la trayectoria de la TPM.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Enrique Marshall señala que su voto por subir la TPM en 50 puntos base, para dejarla en 2,0%.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agradece, como siempre, el análisis del *staff* y declara que, en esta oportunidad, hace suya la lista de antecedentes nuevos respecto de la Reunión anterior, contenidos en el punto 2 de la Minuta de Opciones, a los que añade los siguientes elementos y comentarios.

En primer término, indica que, pese a las abultadas cifras de crecimiento de la demanda interna y del Imacec reciente, el análisis que ha sido proporcionado al Consejo tiende a dar una mayor certeza de que el escenario de mayor crecimiento inicial con una suavización posterior es el más probable.

A su juicio, la observación acerca de la política fiscal que se hace en la mitad del sexto párrafo de la Minuta antedicha es lo suficientemente significativa para listarla también entre los principales antecedentes de la presente Reunión. En efecto, sin que esto indique una opinión, sino que solamente un análisis de escenario respecto de la política fiscal, plantea que parece menos probable que se alcance el crecimiento del gasto fiscal que se ha anunciado para el conjunto del año, salvo que este aumento se concentrara solo en unos pocos meses. Estima que cualquiera sea el comportamiento de esta variable, resultará en una desviación respecto del escenario de corto plazo del IPoM.



Indica que si no se cumple el escenario de crecimiento anual, obviamente no se cumplen los supuestos del escenario base, pero que, al mismo tiempo, si se cumpliera, el piso que pondría para el nivel del gasto del próximo año también sería muy elevado y, obviamente, que también significaría modificar los supuestos. Por ello, insiste en que sin que lo expresado indique opinión respecto de la política fiscal, estima que ese evento le resta aún más probabilidad de que se dé el escenario de riesgo interno del último IPoM, esto es, de una aceleración de la demanda interna y del producto, superior a la que está contemplada en el escenario.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que las noticias externas, en tanto, han elevado la probabilidad de que se dé el escenario de riesgo externo, esto es, con una mayor debilidad de la economía internacional respecto de la considerada en el último IPoM. Además, hace notar que el hecho que los analistas internacionales le den una mayor probabilidad a esta debilidad, ha aplanado la curva *forward* de la política monetaria en los países desarrollados, destacando que ese solo hecho para una misma trayectoria de la TPM chilena significa que el efecto cambiario del mecanismo de transmisión sobre la inflación es superior. Sobre el particular, manifiesta que, normalmente, cuando se piensa en la tasa de interés neutral y en el equilibrio estacionario, se está suponiendo que la economía internacional también está en su tasa de interés neutral y en su equilibrio estacionario, y que si no lo está, el Consejo también tiene que internalizar ese tema en sus decisiones.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán indica que la evaluación de todas estas hipótesis se efectuará con ocasión del próximo IPoM, no obstante lo cual, la mezcla de estos antecedentes lleva a que la posibilidad de elevar la TPM en 25 puntos base en esta Reunión no pueda descartarse tan fácilmente.

En otro plano, cree también relevante destacar que se redujo la dispersión de las proyecciones de la inflación a 24 meses, concentrándose más en torno a la meta del 3%. Así, señala que la preocupación que manifestó en la Reunión anterior en cuanto a que la dispersión haya estado aumentando y que podría marcar una tendencia, se desvanece con este nuevo antecedente.

Para concluir, el señor Vicepresidente expresa que, en esta ocasión, vota por elevar la tasa de política monetaria en 50 puntos base, sin perjuicio de lo cual estima que es importante pensar en que la curvatura de la acción de la política monetaria, en que esta comience a mostrar concavidad está cercana, por lo que considera que el mensaje subyacente o el sesgo que se incorpore en el comunicado debiera mostrar precisamente este efecto. En su opinión, sería contraproducente seguir marcando una normalización de la política monetaria que no hace caso de lo que está ocurriendo con las tasas de interés en el resto del mundo.

El Presidente señor José De Gregorio indica que el desarrollo más importante del último mes proviene del escenario internacional. Al respecto, señala que la mayoría de los indicadores muestra una desaceleración en las economías desarrolladas, en particular en los Estados Unidos, donde la última decisión de la Reserva Federal indicaría un panorama de mayor debilidad económica. Hace presente que el escenario central del IPoM, en tanto, contempla una recuperación pausada del mundo, provocada en parte importante por el término del ciclo de los inventarios en los Estados Unidos, por fricciones que aún persisten en los mercados financieros y por la debilidad global de la demanda privada en las economías industrializadas como resultado de la reducción del apalancamiento y en respuesta a los elevados niveles de deuda. Manifiesta que a esto se suman las limitaciones de los estímulos fiscales, lo que hace prever, tal como los mercados ya lo esperan, que el retiro de los estímulos monetarios será más pausado que lo proyectado anteriormente. Menciona, asimismo, que las expectativas de inflación global se estarían reduciendo y que la única nota disonante es el aumento del precio



## BANCO CENTRAL DE CHILE

internacional del trigo, aunque sus niveles actuales no debieran tener efectos relevantes en la inflación.

A diferencia de lo ocurrido algunos meses atrás con la crisis en Grecia, cuyas repercusiones fueron fundamentalmente financieras y de corto plazo, el señor Presidente hace notar que hoy se enfrenta un panorama que puede resultar en un debilitamiento más duradero. Con todo, subraya que se cuenta con un esquema de políticas que permite ajustarse con prontitud a cambios importantes en el escenario global y que permite mitigar sus efectos.

En su opinión, la pregunta central en materia de proyecciones es si estos desarrollos representan un cambio significativo respecto del panorama mundial algo menos positivo del IPoM y con relación a lo que en ese momento eran las proyecciones de consenso, o si el debilitamiento es más severo. Sobre el particular, manifiesta que aún es prematuro para conclusiones precisas, pero ciertamente los riesgos de una desaceleración importante en el mundo son mayores y es algo que ya se está observando en los precios de los activos financieros.

En el ámbito interno, menciona que las noticias de actividad son muy auspiciosas y muestran un importante dinamismo de la economía; que las noticias inflacionarias se encuentran dentro de los rangos proyectados, aunque en el margen las medidas subyacentes habrían sido algo menores; y que el peso se ha apreciado alrededor de 5% desde la Reunión anterior. Agrega que las expectativas inflacionarias a 24 meses son coherentes con la meta, aunque en plazos menores la Encuesta de Expectativas Económicas muestra una leve alza y que, de esta forma, los indicadores de inflación efectiva y de expectativas son consistentes con el logro de la meta, pero la formación de expectativas tiene internalizada un proceso de normalización para la TPM.

A este respecto, destaca que la tasa de interés no solo es muy baja aún, sino que constituye una razón suficientemente poderosa para continuar con el proceso de normalización de la política monetaria. De hecho, señala que de tener una TPM más cercana a sus niveles normales, las noticias externas, el fortalecimiento del peso, los diferenciales de tasas de interés y las perspectivas benignas de inflación llevarían a tomar una posición cautelosa. A su juicio, el punto de partida es muy relevante a la hora de tomar la decisión. Destaca que la TPM real, considerando la inflación esperada a doce meses, es la misma que se tenía en enero de este año e inferior a la tasa real de todo el segundo semestre del año pasado, período en el cual era recomendable mantener la tasa en sus niveles mínimos por un tiempo prolongado para maximizar el estímulo monetario.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que en la actualidad no se justifica un grado de expansividad tan elevado y que lo que corresponde ahora es mantener un ritmo de normalización que reduzca la posibilidad de tener que hacer ajustes más bruscos y disruptivos en el futuro, y encontrarse ya con niveles de inflación más elevados y complejos de contener. En su opinión, esta es la mejor forma de permitir que el proceso de sólida expansión que está atravesando la economía chilena se sostenga en el tiempo.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio manifiesta que su voto es por subir la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 2%, y mantener un comunicado muy similar al de la Reunión pasada.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio señala que el acuerdo unánime del Consejo es de aumentar la TPM en 50 puntos base.



158-01-100715 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 2,00% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 2,00% anual.

En el ámbito externo, ha aumentado la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación de la actividad mundial y la volatilidad en los mercados financieros se ha mantenido elevada. Los precios de los productos básicos continúan en niveles altos. Con todo, el entorno externo que enfrenta la economía chilena sigue siendo favorable.

En el plano interno, la información disponible de actividad y demanda muestra un dinamismo mayor que el previsto en el último Informe de Política Monetaria. El desempleo ha disminuido.

En julio, el IPC tuvo una variación mensual determinada principalmente por fenómenos transitorios, a la vez que las diferentes medidas de inflación subyacente se mantuvieron contenidas. Las expectativas privadas consideran que en el corto plazo la inflación anual se ubicará por sobre la meta, pero hacia fines del horizonte de política son congruentes con niveles en torno a 3%.

El Consejo continuará reduciendo el significativo estímulo monetario prevaleciente a un ritmo que dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas. Con ello, reitera que seguirá usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

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



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero



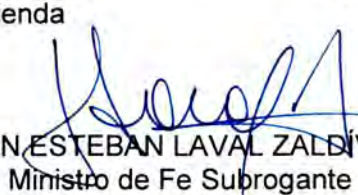
ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN  
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES  
Consejero



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDIVAR  
Ministro de Fe Subrogante