



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 163 celebrada el día jueves 16 de diciembre de 2010

En Santiago de Chile, a 16 de diciembre de 2010, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también los señores:

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

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 163, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de junio de 2011 para el día 14 de ese mes.



Informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín solo asistirá al análisis de las opciones de la presente Sesión, que se tratará en la tarde.

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

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann inicia su intervención refiriéndose a los principales desarrollos desde la última Reunión de Política Monetaria (RPM). Señala, en primer término, que los indicadores de actividad han mejorado en las economías desarrolladas y emergentes, pero que las cifras del mercado laboral, particularmente las de Estados Unidos, han sido algo menos positivas, moderando el optimismo.

En segundo lugar, indica que las tasas de interés de largo plazo han aumentado de manera importante. Precisa que a ello han contribuido las tasas de interés en dólares; los indicadores de actividad, que fueron leídos positivamente; y el anuncio de parte de Estados Unidos de extender los recortes tributarios y los beneficios extraordinarios de desempleo, que, además de dar un impulso a la demanda, conlleva una mayor emisión de bonos.

A título de tercer desarrollo relevante, menciona que la Zona Euro logró un acuerdo para el rescate de Irlanda, atenuando la incertidumbre que, en algún momento, tendió a magnificarse. No obstante, hace presente que se mantiene el riesgo de contagio de algunas economías periféricas de importancia sistémica, particularmente de España y Portugal.

Además, informa que las economías emergentes se han desacelerado, en línea con la convergencia hacia niveles de tendencia. Agrega que se vislumbran presiones inflacionarias en algunas economías, explicadas fundamentalmente por los precios de alimentos, llevando a aquellas que se encuentran más comprometidas a adoptar medidas restrictivas, no necesariamente vinculadas a tasas de política monetaria (TPM).

Comenta, asimismo, que se ha moderado el ritmo de normalización de las TPM, de acuerdo con lo anticipado.

Finalmente, a modo de último hecho relevante, destaca que los precios de las materias primas han continuado aumentando, en especial el cobre, que en las semanas recientes ha superado los US\$4 la libra. Detalla que los factores detrás de este aumento se relacionan con la depreciación del dólar de los últimos días y la estrechez de los mercados físicos.

El señor Sergio Lehmann prosigue, señalando que en materia de actividad, la producción industrial presenta movimientos mixtos a nivel global, mientras que los PMI tienden a aumentar. Especial mención hace del caso de China, que se observa muy dinámica en los últimos meses, y de Asia emergente, que registra alguna reversión marginal en igual período. En cuanto a las economías desarrolladas, en tanto, indica que los datos son bastante planos, situación que se repite en América Latina.

En relación con los PMI, agrupados por economías avanzadas y emergentes, y ponderando cada economía de acuerdo con su peso a PPP, menciona que el PMI de las primeras experimentó un ligero aumento en la punta, lo cual ha sido leído positivamente y ha estado asociado a una lectura más favorable respecto de la actividad. En el caso de las economías emergentes, en tanto, informa que también se han advertido algunos aumentos en los últimos meses. Al respecto, hace el alcance que, en ambos casos, los PMI están pivoteados en 50, por lo que se puede afirmar que los indicadores están dando cuenta de una expansión desde hace más de un año, particularmente en lo que se refiere a la percepción de los gerentes de compras de las empresas.



Con relación al empleo, manifiesta que la creación de empleos se ha mantenido moderada. Especifica que en el caso de las economías avanzadas, el empleo se observa bastante plano y la creación de empleos muy reducida, lo que también es un reflejo de lo que acontece en Estados Unidos. Por el contrario, señala que el mercado laboral en las economías emergentes se ha mostrado más dinámico, con algunos meses muy vigorosos, que han dado paso a cierta moderación últimamente, en línea con la idea de ir convergiendo hacia niveles más sostenibles.

A continuación, el señor Sergio Lehmann hace presente que la confianza de los consumidores se ha mantenido plana. Precisa que en las economías avanzadas no solo se observan niveles más deprimidos que en las emergentes durante un período relativamente prolongado, sino que también con respecto a los registros del año 2007, por citar un ejemplo.

Respecto de la riqueza de los hogares norteamericanos, plantea que la información actualizada del tercer trimestre da cuenta de una cierta mejora, asociada, fundamentalmente, a precios de activos que han tendido a mejorar y pasivos que han tendido a bajar. En otras palabras, afirma que ha habido un desapalancamiento de parte de las familias en Estados Unidos. Detalla que por el lado del componente de activos, los bursátiles han mostrado una contribución sistemática durante los últimos tres o cuatro trimestres, mientras que el aporte de los activos inmobiliarios ha sido bastante marginal y, de hecho, negativo en el último trimestre. Indica que a ello se suma que los pasivos han registrado una tasa de crecimiento negativa, lo cual ha llevado a mejorar la riqueza neta de las familias, aunque de manera bastante marginal.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, mencionando que la inflación sigue contenida en las economías desarrolladas; plana, de hecho, en el caso de Estados Unidos; en torno a cero y negativa en gran parte de los últimos meses en Japón; mientras que en la Zona Euro se observa una ligera tendencia al alza. En cuanto a los niveles de inflación subyacente, hace notar que se ven bastante planos en la Zona Euro, cayendo en Estados Unidos y claramente negativos en Japón. Respecto de la inflación en las economías emergentes, en tanto, señala que se aprecian algunas alzas, particularmente en Europa emergente, y aumentos más tenues en América Latina y Asia emergente. Agrega que en estas economías, el IPC subyacente exhibe una tendencia similar al IPC.

En relación con el ritmo de normalización de las TPM, el señor Sergio Lehmann reitera que se ha observado una cierta moderación en los movimientos, dentro de lo esperado; que un reducido número de economías ha aumentado sus tasas, y que la mayoría ha tendido a detener sus procesos de normalización. Añade que las TPM de economías emergentes convergerían, en general, hacia niveles menores en el mediano plazo, en especial en América Latina; que una situación parecida, tal vez algo más tenue, se espera para Europa emergente; mientras que para Asia y Oceanía no se anticipan cambios.

En el caso de las economías desarrolladas, es decir, la Zona Euro y Estados Unidos, comenta que el proceso de alzas se desplaza y sería algo más acelerado hacia el término del próximo año.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si es posible separar cuánto de ello puede atribuirse a inflación y cuánto a tasa real, ya que, en su opinión, la implicancia macro no es la misma. El señor Sergio Lehmann responde que sí es posible efectuar esa separación.

El Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación, indicando que las primas del mercado monetario, representadas por el *spread* Libor – OIS, se han mantenido planas en Estados Unidos, mientras que en Europa tendieron a aumentar de manera importante. Explica que si bien ello ha estado muy asociado a las turbulencias de algunas



economías de la periferia europea, destaca que tras el anuncio de parte del Banco Central Europeo (BCE) sobre la extensión de las medidas extraordinarias, se observa una respuesta positiva de parte del *spread* a 12 meses, en particular, ya que los *spreads* a 6 meses y 3 meses no han registrado mayor variación.

En materia de tasas de interés, el señor Sergio Lehmann recalca que las tasas largas se han elevado de manera importante en las economías desarrolladas. Sobre el particular, precisa que después de la última RPM, el aumento en Estados Unidos y Alemania ha sido muy significativo, cercano a 60 puntos base y superior a 40 puntos base, respectivamente. Añade que las tasas a 2 años también han aumentado, pero en forma bastante más moderada, en línea con la percepción de que la situación de provisión de liquidez sería de carácter extraordinaria y que las tasas de interés se mantendrán bajas durante un tiempo. Agrega que en Japón, en tanto, si bien las tasas a 10 años también han experimentado un alza, su nivel es inferior comparado con el de las restantes economías desarrolladas.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que siempre se ha señalado que los estímulos fiscales actuales llevarán a un alza de las tasas largas. Consulta, al respecto, cómo se puede distinguir si ello responde a perspectivas de un eventual estímulo fiscal o si es el resultado de una decisión fiscal en tal sentido.

El Gerente de Análisis Internacional responde que, en su opinión, los componentes que ha mencionado serían los que están detrás del aumento de tasas. Manifiesta que, por ahora, no se puede distinguir exactamente qué es lo que está gatillando dicho aumento. Comenta que el recorte de impuestos y la extensión de los subsidios al desempleo representan alrededor de US\$800 billones por dos años, monto muy relevante y comprable, de hecho, con el QE2, parte del cual probablemente fue anticipado por el mercado; y que podría haber una mayor emisión de bonos ante esta política para financiar de manera extraordinaria ese mayor gasto, o ese ingreso que no se va a percibir. Además, hace notar que se tiene, simultáneamente, un escenario de mayor actividad y, por lo tanto, una eventual alza de la TPM algo más acelerada, en especial, hacia el año 2011 ó 2012.

En materia de compensación inflacionaria de largo plazo, que a juicio del señor Sergio Lehmann también podría haber estado detrás de este aumento de tasas, informa que su comportamiento ha sido bastante plano. Sobre el particular, cita los hitos relevantes que explican el movimiento de tasas durante los últimos seis meses. En primer término, *Jackson Hole*, que llevó a una caída de las tasas a 10 años y a una posterior reversión, en especial después de la reunión de la Reserva Federal (FED) en que se confirmó el QE2, así como también un aumento importante en las últimas dos o tres semanas, tras el anuncio de la extensión de los recortes de impuestos. Reitera que esto ocurrió con la tasa nominal a 10 años y en una magnitud no muy distinta con la tasa real a igual plazo. De hecho, menciona que la lectura de los últimos datos de la compensación inflacionaria da cuenta que la compensación inflacionaria total muestra un ligero aumento, pero mirada a partir de las curvas *forward* de 5 a 10 años, aparece bastante estable y con ciertos vaivenes tras los aumentos significativos que registró como consecuencia del anuncio de QE2 en *Jackson Hole*.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, señalando que las monedas tendieron a depreciarse en las economías desarrolladas con respecto del dólar; que las monedas emergentes mostraron movimientos mixtos, con alguna apreciación en América Latina y un predominio de apreciaciones en Europa, muy marcado por los movimientos de la moneda rusa; y alguna depreciación en el caso de Asia emergente.



Indica que si se revisa país por país, se observa que han prevalecido las apreciaciones de las monedas de aquellos que son exportadores de *commodities*, como es el caso del rand sudafricano, el peso chileno, el dólar canadiense, el rublo ruso y también del dólar australiano. Agrega que en Asia también se advierten algunas apreciaciones en el margen, como en Indonesia y Malasia, y respecto de Europa emergente, reitera que más bien está dominada por el movimiento del rublo ruso.

En relación con los mercados bursátiles, destaca que si bien han presentado vaivenes, se recuperan en el margen, en especial América Latina y Europa emergente.

En materia de bonos, el señor Sergio Lehmann hace presente que ya se ha recogido información del cuarto trimestre, la que da cuenta de que las economías emergentes han estado emitiendo bonos de manera importante. Detalla que tras un inicio del año 2009 bastante deprimido, aumentaron sus emisiones, en coherencia también con los *spreads*, que tendieron a bajar. Añade que en el margen se aprecia una caída, pero que si se compara su nivel actual con la serie histórica, este refleja claramente un dinamismo significativo.

Indica que, en línea con estas mayores emisiones, los premios por riesgo han registrado bastante estabilidad y algunos aumentos marginales en las últimas semanas, pero con alguna reversión en los últimos días. Agrega que los premios corporativos, en tanto, se han mantenido bastante estables y muestran una caída en el margen.

Menciona, asimismo, que la volatilidad de los mercados bursátiles ha retrocedido parcialmente, particularmente en el caso de los europeos. Al respecto, destaca que se registró un aumento significativo, producto de las turbulencias asociadas a Irlanda, que tendió a retroceder tras las medidas adoptadas por el BCE.

El señor Sergio Lehmann hace presente, además, que los premios por riesgo corporativo han tendido a caer en el margen. Sobre el particular, hace especial mención de la situación de Grecia, cuyo *spread* se ha mantenido elevado, entre 800 y 900 puntos base; del *spread* de Irlanda, que subió de manera significativa y después tendió a caer; y del *spread* de Portugal, cuya situación si bien es parecida, se ha mantenido en un nivel relativamente alto. Subraya que lo mismo se observa en el caso de los *CDS spread* soberanos a 5 años y los *CDS* de algunos bancos, particularmente de Irlanda, como el *Bank of Ireland* y el *Allied Irish Banks*.

El señor Sergio Lehmann hace referencia, a continuación, a los principales indicadores de Irlanda, en particular el déficit fiscal, que ha aumentado de manera importante, producto del salvataje a su sistema bancario. Agrega que los principales elementos de incertidumbre de los últimos dos a tres meses se asocian al movimiento de los *spreads* en las economías de la periferia europea; al rescate del *Anglo Irish Bank* a fines de septiembre de este año, que elevó el déficit fiscal a 32% del PIB; a la propuesta alemana de participación de privados sobre el costo de los incumplimientos de la deuda, y una posterior señal en sentido opuesto; y a la solicitud de alrededor de 80 ó 90 billones de euros a la Unión Europea y al Fondo Monetario para el rescate de Irlanda. Señala, además, que cabe recordar los datos de España, Portugal e Italia, que dan cuenta también de déficits fiscales elevados y una tendencia a moderarlos hacia el bienio 2011 – 2012. No obstante, reitera que los *CDS spread* a 5 años, particularmente para un grupo relevante de economías, se han mantenido altos, mientras que los movimientos para otras economías importantes de Europa, como Italia, ha sido bastante marginal.

En relación con los bonos periféricos, hace presente que Alemania es la principal tenedora de estos instrumentos, representando ellos el 15% de su PIB, seguida por Francia y el Reino Unido.



El Consejero señor Sebastián Claro pregunta por la razón de no incluir al BCE entre los tenedores de bonos periféricos, ya que entiende que posee alrededor del 15% de la deuda griega, irlandesa y portuguesa, y si acaso está implícitamente considerado en la participación que tiene Alemania en dicho organismo o si solo se ha querido informar la tenencia de la banca alemana de bonos de estos países.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera explica que el foco de la información expuesta es observar los mecanismos de contagio hacia los bancos comerciales. Aclara, además, que efectivamente, se ha querido informar la tenencia de la banca alemana de bonos de estos países.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán refiriéndose al gráfico sobre los *CDS spread* a 5 años de los bancos, hace notar que está muy afectado por los puntos altos. Estima que con el objeto de facilitar una lectura correcta de los datos, se debiera contar con gráficos separados para los bancos cuyos *CDS spreads* son más reducidos y para aquellos que registran primas más altas y, en especial, para aquellos que tienen presencia en Chile.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann retoma su presentación, reiterando que el BCE retomó la compra de deuda soberana de países de la periferia europea de manera sostenida durante las últimas dos semanas.

Respecto de los *commodities*, destaca las alzas generalizadas en los precios, particularmente el caso del cobre, cuya alza alcanza a 10%, aproximadamente, así como el del trigo, que también ha tenido un movimiento importante, en torno a 15 –18%.

Menciona que, en una perspectiva histórica, desde el 2008 a la fecha, sobresalen el aumento del precio del cobre en el último mes, el movimiento de algunos granos, en especial el del maíz, y el alza significativa del precio del trigo durante la última segunda mitad del presente año. No obstante, subraya que los niveles actuales de precios todavía están bastante por debajo de los niveles alcanzados a inicios del 2008, particularmente en el caso del arroz y el trigo.

Para finalizar, agrega que los precios de algunos otros *commodities* también han experimentado alzas importantes, como los vinculados a alimentos o bienes agrícolas, en especial los lácteos y la carne, que ya están alcanzando niveles parecidos a los observados en el año 2008, así como también el algodón, particularmente durante los últimos dos o tres meses.

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

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que le llama mucho la atención la evolución de los precios de ciertos activos financieros, tanto en Europa como en Estados Unidos. Señala que el comportamiento de las tasas nominales y reales en Estados Unidos le parece bastante notorio, ya que después de un período de mucha turbulencia, se observa cierta calma en los premios por riesgo en la última semana.

En su opinión, ello tiene dos lecturas que compiten entre sí de cierta manera, generándole un grado de incertidumbre. Indica que la primera de ellas da cuenta que los problemas se han ido superando, pero, al mismo tiempo, que muchos de los cambios que explican esta mejora han estado muy asociados a decisiones de política, en particular del BCE, que anunció la extensión de sus líneas, retomó la compra de bonos, como también de Estados Unidos, como resultado del programa fiscal, que respondió en cierta medida a una demanda manifestada por el Presidente de la Reserva Federal señor Ben Bernanke en el sentido de tener un impulso fiscal y un programa creíble en el mediano plazo. Señala, entonces, que, en



definitiva, no queda claro si esto corresponde a la postergación de un ajuste o si efectivamente hubo una sobre-reacción de precios de activos financieros.

Indica que, a su juicio, ello significa que aun cuando el escenario base con que el Banco está trabajando está construido sobre la base de los datos de *Consensus Forecasts* que, en general, son benignos, tiene serias dudas si estas mejoras en el margen en los precios están reflejando, efectivamente, un escenario de una recuperación más sostenida y más sostenible, o si es una reacción a determinadas políticas que, en el fondo, están retrasando la recuperación y pueden impactar la evaluación que se tenga de los meses venideros.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace presente que, de acuerdo con el *Financial Times*, Bélgica está empezando a contagiarse, y solicita que se verifique esta noticia. Agrega que otro titular informa que España podría volver a tener un *outlook* negativo, después de que se redujo su calificación.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que es evidente que se mantiene un cierto escenario de riesgo, y que también hay ciertas fuerzas que impiden que ese escenario se revierta completamente. Menciona que las tasas de interés siguen bajas, que la inflación está bastante acotada y que ello no va a cambiar radicalmente en el corto plazo, porque el mundo está distribuyendo la forma como se pagará esta cuantiosa cuenta, manteniendo las tensiones. Agrega que se van a observar turbulencias, que los mercados están solicitando a España un mayor ajuste y que también podrían requerir de Bélgica que acuerde un cierto ajuste. En todo caso, expresa que ninguna de las turbulencias observadas ha conducido a una modificación sustancial de este escenario, que si bien no es excelente, no es tan negativo para Chile.

El Presidente señor José De Gregorio señala que hay un escenario central en que destaca un crecimiento mediocre, con un cierre de brechas en las economías desarrolladas extremadamente lenta, de *deleverage* en Estados Unidos y un problema en Europa, porque si no acuerda un ajuste de deuda, le va a tomar mucho tiempo en poder pagarla. Expresa que, a su juicio, todo ello, más la ausencia de novedades, es la base de un mal escenario. Agrega creer que los precios de los activos tienen que ver con fundamentales y que tienden a sobre-reaccionar a la baja ante noticias negativas de no mayor significancia.

En su opinión, el escenario de los próximos meses va a ser uno en que algunas otras economías van a registrar problemas serios. Manifiesta que se está saliendo de un escenario de suficientes complicaciones, que se ha demostrado que se cuenta con cierta capacidad de resistencia, por lo que si bien se observarán algunas tensiones y turbulencias, es preciso destacar que ese escenario central no puede ser calificado de catastrófico.

El Gerente de División Operaciones Financieras plantea que si el recorte de impuestos es relativamente similar al QE2, entonces, en términos de tasas, debieran anularse ambos efectos. Indica que si se comparan las actuales tasas con las observadas antes en *Jackson Hole*, hoy están más altas, por lo que se podría afirmar que, efectivamente, hay muchos datos positivos en la economía norteamericana, excepto un dato de empleo que fue negativo. Dado eso, es de opinión que se puede tener la hipótesis de que Estados Unidos se está recuperando, aunque lentamente, por cuanto las tasas ya están en niveles similares o algo más altas que antes del discurso del Presidente de la Reserva Federal. Hace presente que a ello se agrega que la Bolsa rompió el nivel 1220 del S&P, que era un techo importante, lo que también resulta ser auspicioso. No obstante, manifiesta que para que esta ecuación calce, se debería observar una apreciación del dólar, lo que no ha ocurrido, pudiendo dar paso a cierto grado de preocupación con respecto a los déficits y a los desequilibrios de este país.



El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera destaca que la FED, en su reunión realizada días atrás, modificó algunos adjetivos, dando una sensación más positiva. A título ejemplar, menciona que en vez de decir "crecimiento lento", se refirió a "crecimiento insuficiente para absorber el desempleo". De esta forma, mantuvo los fundamentos de la política, pero con una sensación algo más positiva, con todos los riesgos que ello sigue involucrando, que cambian semana a semana.

El Vicepresidente manifiesta que, a su juicio, el escenario base es mediocre, pero no catastrófico, y que debe evaluarse la probabilidad de que exista un escenario negativo. Agrega que si bien el escenario europeo no ha variado sustancialmente respecto de la RPM anterior, tampoco es tranquilizador.

En cuanto a Estados Unidos, en cambio, coincide con que ha habido información algo más positiva y que, dado los desequilibrios de esa economía, cree que un tipo de cambio más depreciado constituye una buena noticia, porque tiende a corregir el desequilibrio de sus fundamentales. Estima que el escenario de riesgo más complejo es uno en el cual pudiera aumentar de manera relevante el riesgo de la deuda del Tesoro. Para concluir, manifiesta que las decisiones de política fiscal que se adoptaron el último mes sí aumentarían las dudas respecto de la sostenibilidad de la política fiscal en ese país.

El Presidente señor José De Gregorio, refiriéndose al tema cambiario en el mundo, destaca que el tipo de cambio de Estados Unidos está en torno a los niveles más depreciados de los últimos 40 años, que su mínimo lo alcanzó alrededor de un año atrás, y que el último trienio resulta ser el más depreciado de los 50 ó 60 años. Agrega la importancia de monitorear esta situación, ya que tiene relación con las tendencias que las monedas puedan comenzar a exhibir.

No habiendo más comentarios, el señor Presidente señor José De Gregorio da paso a la presentación del escenario interno, a cargo del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto da inicio a su presentación, señalando que el Imacec de octubre, de 4,8%, sorprendió a la baja tanto al Banco como al mercado. Indica que este resultado se explica, en parte, por el sector de recursos naturales, en especial la minería, como también por un cierto retroceso en el margen de algunos sectores ligados a la demanda. Al respecto, menciona que, de acuerdo con la evaluación de esa Gerencia, ello tiene un carácter más bien transitorio.

A nivel sectorial, hace presente que se observa bastante heterogeneidad, con sectores de oferta muy débiles y otros ligados a la inversión que sí están repuntando algo más en el margen. Indica que la industria ha estado más bien plana desde la recuperación que registró con posterioridad al terremoto y luego que los inventarios repuntaran después de la crisis, y agrega que si bien los datos de las exportaciones reales de noviembre dan cuenta de una leve caída, los antecedentes disponibles respecto de las primeras semanas de diciembre revelan que podrían volver a repuntar.

En cuanto al comercio, informa que mostró cierta debilidad en el margen, en especial la parte mayorista, y que el consumo de durables sigue bastante dinámico en el margen, no así el consumo de no durables, que registró una cierta atenuación. Al respecto, hace notar una pequeña inconsistencia que se advierte entre distintas fuentes de datos, por cuanto unas muestran una caída en las ventas de automóviles y otras, un aumento adicional. En todo caso, menciona que el leve retroceso del comercio en octubre era relativamente esperable, dado el dinamismo que había mostrado en septiembre, estimándose que solo será de carácter transitorio.



En relación con el sector construcción, señala que los indicadores son mixtos. Detalla que el cemento ha experimentado oscilaciones y vuelve a caer en la punta; que las ventas reales de materiales han aumentado en el margen; que el empleo en el sector crece con fuerza; y que se comienza a observar un quiebre de tendencia en los permisos de edificación. Respecto de estos últimos, aclara que se construyen como un promedio móvil bastante extenso y que por esta razón se observa ahora un quiebre en la tendencia. Añade que este indicador debiera aumentar sistemáticamente en el tiempo, llevando, a su vez, a que el indicador líder que utiliza Cuentas Nacionales para hacer la estadística de este sector también comience a repuntar. Por otra parte, indica que las ventas de viviendas continúan muy dinámicas y que los meses para agotar *stocks* están en niveles reducidos comparados con la historia más reciente, lo cual da cuenta también de perspectivas que son auspiciosas para este sector.

El señor Claudio Soto destaca, a continuación, que las importaciones que, de alguna manera permiten ir calibrando el comportamiento de la demanda en el margen, han seguido creciendo con vigor. Agrega que si bien el dato del comercio del mes de octubre reflejó un cierto retroceso, las importaciones reales volvieron a crecer en noviembre, no existiendo, en consecuencia, evidencia clara de un freno por el lado del consumo o de la demanda en el margen.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que el tipo de cambio de unos meses atrás incide, de alguna manera, en este dinamismo. El señor Claudio Soto acota que la incidencia no sería significativa, por cuanto el impacto no se refleja tan rápidamente. Subraya que las importaciones de automóviles crecieron con mucha fuerza en noviembre y que ello sí podría estar asociado al tipo de cambio.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si se han ofrecido muchos descuentos en las ventas de automóviles. El señor Claudio Soto responde que se observan muchos descuentos, principalmente bonos y rebajas asociadas a condiciones de financiamiento especiales. En todo caso, destaca que ello es anecdótico.

Al continuar, el señor Claudio Soto comenta que si bien las importaciones experimentaron un repunte muy significativo de noviembre, este se contrapone en cierto grado con el retroceso que exhibe el indicador de expectativas, sobre todo en lo relativo a la percepción de compras de durables. Sobre el particular, hace el alcance que aun cuando la encuesta no incluye una pregunta relacionada con automóviles, sino que solamente respecto de artículos para el hogar, esta última, que se puede asociar a durables, retrocede en el margen. Concluye, en consecuencia, que hay una cierta evidencia mixta y que el dato más definitivo sería el relativo a importaciones.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta si el IPEC disminuyó, en promedio. El señor Claudio Soto señala que cayó, empujado significativamente por la percepción respecto de las compras de artículos para el hogar. En todo caso, destaca que el IPEC es positivo en términos de *stock*.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si los datos de ventas de automóviles incluyen solo los de uso personal o también incorporan las camionetas de uso industrial. El señor Claudio Soto responde que incorpora automóviles, camionetas y camiones.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan pregunta si hay alguna forma de tener una aproximación del *stock* o inventarios de automóviles, porque se ha discutido que su recuperación habría sido algo más rápida que lo que se esperaba hace seis meses. El señor Claudio Soto precisa que hay medidas del parque automotriz y que este dato se puede obtener también de las patentes que otorgan las municipalidades.



El señor Claudio Soto continúa, indicando que, atendidos los antecedentes expuestos, se están corrigiendo las proyecciones para el cierre de año. Al respecto, manifiesta que el presente año finalizaría con un crecimiento de 5,2%, que es menor que el 5,4% contemplado en el último Informe de política Monetaria (ICOM), y subraya que la corrección más relevante proviene de los sectores de recursos naturales, que caen desde el 6,7% considerado en ese Informe, hasta un 2%, por una revisión de las cifras históricas del primer y tercer trimestre que realizó Cuentas Nacionales, y por la proyección para el cuarto, que se modifica a la baja por minería.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta por la historia detrás de EGA.

El señor Claudio Soto explica que para medir el valor agregado había que imputar un precio de referencia, que el costo de importación del gas se corrigió al alza y, por ende, el valor agregado cayó.

El Gerente de División Estadísticas señor Ricardo Vicuña complementa lo expresado por el señor Claudio Soto, señalando que en EGA, el ajuste principal para el primer semestre y, en general, para el año, correspondió a una reevaluación del comportamiento del año hidrico, por cuanto, inicialmente, y de acuerdo con los planes del CDEC, se asumió que sería un año bastante normal y, finalmente, terminó siendo un año seco, por la hidrología y los deshielos. Agrega que este cambio de escenario implicó una revisión de alrededor de diez puntos para el primer semestre.

El señor Claudio Soto prosigue, mencionando que también se está considerando un efecto relevante en la parte de minería, derivado del paro de Collahuasi, que se extendió poco menos de un mes. Hace presente que se está suponiendo que su efecto alcanzará al 70% de la producción mensual de esa importante empresa minera, que no se recupera en diciembre, por lo que ello afectará las cifras del cuarto trimestre.

De todas maneras, destaca que el nivel del PIB Resto es superior al considerado en el IPoM; que el crecimiento del cuarto trimestre sería de 5,9%, comparado con el 5,7% contemplado en el Informe de septiembre; y que el año 2010 se corrige también desde 4,7 hasta 5%.

Asimismo, y respondiendo una consulta del Consejero señor Rodrigo Vergara, el señor Claudio Soto informa que los derechos de importación crecerían 22,9% en el 2010, dada la dinámica que presenta este sector, y que su contribución al PIB será muy significativa este año.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que, para efectos de brechas y presiones inflacionarias, entre otros, lo que interesa es el PIB a costo de factores, que estaría creciendo bajo el 5%.

El señor Claudio Soto explica que, metodológicamente, siempre se ha tenido una medida de PIB Resto a precios de mercado, y enfatiza que ello ha sido históricamente así. Agrega que la idea ha sido tener una medida de costo laboral unitario también, que ajusta por productividad, que considere precios finales, y que ello no había constituido, hasta ahora ningún problema, porque no se habían registrado grandes variaciones en el IVA y en los derechos de importación. Enfatiza que este año, en cambio, sí se ve que hace una diferencia relevante el tener costos de factores o precios de mercado, no obstante lo cual reitera que, metodológicamente, siempre se ha tenido una medida a precios de mercado.



El señor Claudio Soto continúa, haciendo presente que la proyección para la demanda interna no se modifica como un todo, sino que solo se están corrigiendo el consumo privado al alza y algo a la baja la parte correspondiente a inversión. Indica que esta última obedece, fundamentalmente, a la dinámica de ajuste de maquinarias y equipos en el tercer y cuarto trimestre, que fue más significativa que lo anticipado, porque se supuso que en el cuarto trimestre se registraría un impulso mayor por el lado de reconstrucción, que se vería reflejado en la inversión en construcción, lo que, en todo caso, no se ha observado hasta ahora.

Informa, asimismo, que las exportaciones se corrigieron al alza, como consecuencia del aumento significativo que han registrado las exportaciones de servicios, sobre todo en el tercer trimestre, incidiendo no solo en la proyección para el cuarto trimestre, sino que también para el año. Al respecto, explica que Chile exporta servicios de transporte marítimo y que la recuperación del comercio mundial este año ha empujado, por lo tanto, las exportaciones de tales servicios.

Dado lo anterior, destaca que la demanda interna crecerá 16% el presente año, en línea con el IPoM de septiembre.

En resumen, el señor Claudio Soto plantea que el PIB total presenta vaivenes, por las caídas que registra la producción minera, en especial durante el cuarto trimestre, y por la desaceleración de algunos sectores particulares. No obstante, manifiesta que esta menor actividad se revertiría de manera significativa en los primeros meses del próximo año.

El señor Claudio Soto informa, a continuación, que la cuenta corriente terminaría este año con un superávit de 0,3%, de acuerdo con los supuestos del precio del cobre con los que se está cerrando el IPoM de diciembre, y que este podría corregirse al alza si se considera que el precio *spot* se mantiene hasta el término del año. Añade que esta clara recuperación en la cuenta corriente ha estado muy marcada por la evolución de los términos de intercambio.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si se sabe qué porcentaje de las exportaciones de cobre están respaldadas por contratos en que su precio está fijado *ex-ante* y, por lo tanto, no gozan de estas alzas puntuales. El señor Claudio Soto señala que desconoce el porcentaje exacto, pero que, en todo caso, corresponde a una fracción menor. A propósito de ello, comenta que en el año 2008 se tuvo una experiencia en este sentido, cuando el precio del cobre cayó y *ex-post* hubo una significativa corrección a la baja de las exportaciones nominales.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto prosigue, refiriéndose al mercado laboral. Destaca que este ha seguido mostrando bastante dinamismo y que la tasa marginal de desempleo, que es la tasa mensual que calcula el INE, alcanzó a 6,7% en el mes de octubre.

Hace notar que se observa en el margen un creciente dinamismo del empleo asalariado en los últimos dos meses, a diferencia de algunos meses previos en que su recuperación provino principalmente del empleo por cuenta propia. Aclara que, más allá de los problemas o dudas que pudieran surgir sobre la medición que está realizando el INE, otras fuentes, como la Asociación Chilena de Seguridad, la Mutual de Seguridad o los mismos registros de las AFP, confirman el importante crecimiento que está experimentando el empleo asalariado en los últimos dos a tres meses. Precisa que este crecimiento implica entre 50 y 60 mil empleos desde mediados de año hasta ahora, es decir, en un trimestre se estarían creando 50 mil empleos netos.



Informa, asimismo, que los salarios han registrado algunos vaivenes; que los salarios nominales han crecido con más fuerza en los últimos meses, producto de factores estacionales; y que los salarios reales se mantienen con variaciones acotadas y crecen en torno a 3%.

En materia de inflación, el señor Claudio Soto destaca que el IPC de noviembre tuvo una variación prácticamente nula, que las medidas subyacentes registraron variaciones negativas y que el IPCX1 disminuyó por segundo mes consecutivo.

Con respecto a la proyección que el Banco tenía en la RPM anterior, indica que hubo algunas sorpresas, que se concentraron en los ítems que podrían asociarse al tipo de cambio, como es el caso del equipamiento para la vivienda y los precios de los automóviles. Añade que ellos se compensaron, en parte, con aumentos más significativos en el precio de la carne. Subraya que la mayor sorpresa provino del precio de las frutas y verduras, que presentó una cierta anomalía en la estacionalidad, ya que registró caídas en noviembre, en circunstancias que el *peak* de la estacionalidad se produce justamente en dicho mes.

El señor Claudio Soto informa que se modificó la proyección, por cuanto se supuso un escenario de precios de combustibles más alto, que es aquel con el que se está cerrando el IPoM de diciembre, y un tipo de cambio más bajo, coherente con el promedio de los últimos diez días. Señala, además, que, dado el polinomio con el que se calculan las tarifas del Transantiago, el alza prevista para febrero se está postergando para el mes de mayo.

Hace presente, asimismo, que también se han corregido a la baja algunas trayectorias de los componentes del IPCX1. Manifiesta, al respecto, que continuaría la tendencia que ha exhibido el equipamiento para la vivienda, pero que se atenuaría en la medida que el tipo de cambio se estabilice en adelante; que la corrección es levemente al alza en el caso del vestuario; y que, a diferencia de la RPM anterior, se ha descartado un alza en el precio de los cigarrillos durante el primer trimestre.

En consideración a lo anterior, indica que la proyección de inflación a diciembre se corrige a la baja en diciembre, desde 3,0 a 2,8%, así como también para el próximo año, ya que se espera que será inferior a 3% desde marzo en adelante.

El señor Claudio Soto destaca un antecedente adicional. Señala que las tarifas eléctricas subirían, finalmente, en diciembre, en la medida que la Contraloría apruebe el decreto correspondiente; no obstante, informa que el día anterior concluyó el plazo que el INE tiene para su cierre estadístico y el decreto todavía no había entrado a ese organismo. En consecuencia, el factor tarifas eléctricas se descartará nuevamente en diciembre, explicando también la corrección del IPC y, en especial, la del IPCX1.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta por el precio de los cigarrillos, cuya alza fue inferior a la esperada, así como por las matrículas que, en general, se han reajustado en un porcentaje menor a la variación experimentada por el IPC, dada la gran competencia existente entre las diferentes casas de estudios, con la excepción de la Universidad Católica y la Universidad de Chile, que tienen mayor libertad para fijarlas.

Respecto de los cigarrillos, el señor Claudio Soto explica que la evaluación que se llevó a cabo para ajustar la proyección al alza se basó exclusivamente en el alza del impuesto que se decretó hace unos 10 años, aproximadamente. Con todo, señala que todo indica que las empresas tienen una política de ajuste anual de precios, alrededor del mes de mayo.



El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta por la incidencia de las tarifas eléctricas en la caída de la inflación de diciembre, a lo cual el señor Claudio Soto responde que alcanza a 1 décima, aproximadamente.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto continúa, destacando que al tema de las tarifas eléctricas en noviembre, se sumó también la sorpresa en el IPCX1, que alcanzó a 2 décimas. Agrega que se está suponiendo, además, una trayectoria del equipamiento para la vivienda, que es más empinada que lo considerado anteriormente y que obedecería al comportamiento del tipo de cambio.

Para los meses venideros, indica que los alimentos tendrían una contribución relevante en la variación del IPC anual, y que, dada la trayectoria de los precios de los combustibles y del tipo de cambio, estos tendrían una incidencia cada vez menor en este Índice. Añade que vestuario, por su parte, tendría una contribución negativa, por lo menos hasta el fin del horizonte de la proyección de corto plazo.

En materia de mercados financieros, el Gerente de Análisis Macroeconómico destaca que se han observado tasas nominales más bien planas, algunas caídas en las tasas reales más largas y alzas en las tasas *swaps* con posterioridad a la última RPM, que, como mostrará más adelante, se han visto reflejadas en los movimientos de la curva *forward* del último mes.

En cuanto al M1, hace presente que su dinamismo se ha moderado, y que el crecimiento del agregado es bastante mayor que el que predice el modelo, dada la evolución de la tasa de interés y de la actividad.

En materia de tasas de colocaciones, el señor Claudio Soto menciona que las nominales, tanto de consumo como comerciales, han estado más bien planas, no así las tasas reales de los créditos hipotecarios, que han subido por algunos meses en una magnitud relevante, en conjunción con el alza en las ventas de viviendas ya comentada y los aumentos de los créditos hipotecarios.

Manifiesta, además, que las colocaciones de consumo están creciendo con bastante dinamismo, y que la extrapolación del dato en el margen arroja un crecimiento bastante significativo para el mes de noviembre, determinando que la tasa de crecimiento anual siga aumentando.

Con respecto a las colocaciones para la vivienda, indica que se mantienen con tasas de crecimiento interanual más acotadas. Menciona, asimismo, que las tasas de colocaciones comerciales no registran el dinamismo observado en episodios anteriores y que las colocaciones nominales, que son el grueso de las colocaciones de empresas, están estancadas. Por el contrario, destaca que las colocaciones de comercio exterior exhiben un comportamiento bastante dinámico, asociado al vigoroso aumento de las importaciones y, probablemente, a un efecto cambiario.

El Consejero señor Sebastián Claro subraya que, respecto de las colocaciones para la vivienda, cuesta compatibilizar el *boom* de ventas de viviendas de los últimos 3 ó 4 meses con una trayectoria de colocaciones relativamente pareja, porque las alternativas de financiamiento son bastante reducidas. Expresa que las mismas inmobiliarias podrían estar otorgando el financiamiento requerido, siendo esa la forma como las personas estarían obteniendo crédito, sin recurrir directamente a un banco, o que tal vez ha habido una mayor participación de mutuarías no bancarias.



El señor Claudio Soto hace presente que si revisa la frecuencia mensual de las tasas de crecimiento de las colocaciones, la corrección nunca ha sido muy significativa. De hecho, expresa que pareciera que los datos de las colocaciones reflejarían los grandes ciclos en las ventas de viviendas. En su opinión, para conocer las razones de este comportamiento, habría que investigar algo más sobre las fuentes alternativas de financiamiento, ya que no se observa claramente una correlación tan directa entre ventas y colocaciones.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan hace el alcance que los créditos a través de las mutuarías representan una fracción muy reducida del crédito hipotecario total. Por su parte, el Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes plantea que lo que podría estar ocurriendo en esta etapa del ciclo es que se están vendiendo viviendas de menor valor y, por lo tanto, si bien el número de ventas sería mayor, el volumen de créditos sería más bajo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto se refiere, a continuación, al tipo de cambio. Sobre el particular, indica que entre los fundamentos que explican un movimiento de más corto plazo, destaca el aumento significativo del precio del cobre, de 13% desde la última RPM, alcanzando niveles históricos. Señala que si a ello se suma que se observaron movimientos mixtos en el dólar, se tiene que el tipo de cambio real se aprecia y se ubica en la parte inferior de los rangos de valores de largo plazo. Hace notar que al considerar el rango que se tenía en el IPoM pasado y el valor del tipo de cambio real *spot* del día previo, que fue de \$486,15, este se ubica bajo el rango antedicho.

El Presidente señor José De Gregorio consulta por el valor mínimo de ese rango. El señor Claudio Soto responde que \$486,7 es el piso, y que corresponde al valor que se tiene calculado desde el IPoM anterior.

Añade que si se sigue el modelo con fundamentales que el Banco utiliza para efectuar el seguimiento de los cambios de alta frecuencia del tipo de cambio, se observa que la apreciación reciente se explica, en parte, por el precio del cobre, y por otra parte importante correspondiente a un residuo que es explicado por estos fundamentales.

En relación con los indicadores bursátiles, el señor Claudio Soto menciona que la Bolsa se ha mantenido en niveles altos y más bien estables desde la última RPM.

En materia de las expectativas de mercado, manifiesta que las expectativas para el crecimiento del 2010 se corrigieron a la baja, muy en línea con lo esperado por el Banco. De hecho, comenta que el crecimiento esperado por el mercado, de 5,2%, coincide con la proyección del IPoM. Para el año 2011, en tanto, las expectativas de crecimiento se mantienen en 6%.

El señor Claudio Soto hace presente que las expectativas de inflación se han mantenido estables a dos años, en torno a la meta, y destaca que se sigue observando un cierto sesgo en las respuestas, donde algo más de 10, de un total de 38 encuestados, piensa que la inflación va a estar por sobre la meta en el horizonte de política y solo uno estima que va a estar por debajo de ella.

Respecto de las expectativas de la TPM de esta Reunión, informa que la mayor parte del mercado se inclina por una alza de 25 puntos base y que un porcentaje menor de encuestados piensa que se mantendrá en esta oportunidad.



Para finalizar, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que las expectativas de TPM derivadas de la curva *forward* registran un movimiento marginal respecto de noviembre, y que se observa un empinamiento hacia mediados del próximo año, muy relacionado con el comportamiento de las tasas *swap* a un año, que lleva a que la curva *forward* se desplace algo hacia arriba respecto de la RPM anterior. De todas maneras, comenta que la *forward* que se computa con los bonos está por sobre lo que indica la *swap* a mediados del próximo año.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y ofrece la palabra para cometarios.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan indica que en la evolución de las colocaciones comerciales hay una alta heterogeneidad sectorial, ya que parte importante de su bajo crecimiento obedece al sector de créditos comerciales para la construcción, que no registran aumentos y tienen una participación relativamente importante en los créditos comerciales. Señala que los créditos al sector industrial y servicios, en cambio, están creciendo a tasas positivas, relativamente en línea con la actividad del sector.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que la discrepancia entre la curva *forward swap* y la *forward* actual, denominada también *forward* bono o bono *swap*, obedece a una cuestión metodológica. En su opinión, la segunda tiene la ventaja que su horizonte es más largo y, por ello, incorpora una mayor cantidad de información, en tanto que la primera sería más eficiente, en el sentido estadístico de la palabra, esto es, de utilizar de mejor manera la información para el corto plazo. Agrega que la *forward swap* está alineada con la encuesta de operadores financieros, claramente por debajo de todas las otras curvas que estima el Banco y no muy por debajo de la estimada con ocasión de la RPM anterior.

El Presidente señor José De Gregorio agradece las distintas intervenciones y, siendo las 12:50 horas, suspende la sesión e informa que se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 163.

El Presidente señor José De Gregorio da la bienvenida al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera para que presente las Opciones de Política Monetaria para la presente Reunión.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera comienza su intervención, mencionando los principales antecedentes acumulados desde la última RPM.

Indica que en la economía internacional destacan las señales positivas en Estados Unidos, que incluyen un nuevo paquete de impulso fiscal, los mayores precios de activos financieros de riesgo y el aumento de las tasas nominales y reales de largo plazo; la estabilidad del dólar en los mercados internacionales; la acentuación del aumento de los precios de materias primas, incluyendo el cobre, alimentos y energía; y la mantención de los riesgos relacionados con la situación fiscal en Europa y la mayor inflación en Asia.

Menciona que, en Chile, el Imacec de octubre registró un crecimiento más moderado por el menor aporte de los sectores de oferta e industria; el empleo continuó aumentando con vigor; se mantuvo el impulso en el consumo, por las mejoras en el empleo, los salarios y la disponibilidad de crédito; aparecieron señales de moderación en las intenciones de compra de durables y la acumulación de existencias; la inversión en construcción se mantuvo



rezagada, pero las ventas de viviendas continuaron aumentando; la inflación continuó contenida, marcada por la menor inflación de los bienes importados; las expectativas privadas y los premios financieros se mantuvieron alineados con la meta de 3%; las tasas de largo plazo no presentaron cambios relevantes, como tampoco las expectativas para la trayectoria de la TPM; para esta Reunión, la mayoría de los analistas y operadores anticipan un aumento de 25 puntos base en la TPM, pero algunos esperan que se mantenga; y, por último, que el peso acumuló una apreciación del orden de 2% respecto del dólar y de los socios comerciales de Chile.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera plantea que estos antecedentes llevan a proponer como opciones, un incremento de 25 puntos base de la TPM, hasta 3,25%, o una pausa transitoria, manteniendo la TPM en su nivel actual de 3,0%. Al respecto, hace presente que la recomendación es por la primera opción, por los motivos que expone a continuación.

El señor Luis Óscar Herrera hace presente que la estrategia de política monetaria contempla aumentos graduales de la tasa interés objetivo, balanceando las presiones inflacionarias provenientes del dinamismo de la demanda interna y el cierre de brechas, con los efectos de la apreciación cambiaria y los riesgos de un entorno externo aún incierto. Agrega que esta estrategia de corrección gradual ha sido recogida adecuadamente por las expectativas privadas.

Precisa que la opción de continuar aumentando la TPM está sustentada en que el actual nivel de la tasa aún es expansivo, que las brechas de capacidad continúan cerrándose, y que los términos de intercambio han continuado mejorando. Sostiene que la política monetaria debe propiciar condiciones financieras menos estimulativas para lograr la convergencia del crecimiento económico hacia tasas sostenibles, ya que, de esta forma, se evitará incubar presiones inflacionarias futuras o desalinear las expectativas privadas. Añade que la acentuación de las alzas de los precios internacionales de energía, alimentos y otras materias primas apoya la decisión de subir la tasa.

En cuanto a la opción de realizar una pausa transitoria, manifiesta que podría justificarse a la luz de la evolución reciente de la inflación. Indica que si bien los factores que explican su lenta normalización son transitorios, como la apreciación del peso y la menor inflación de bienes importados manufacturados, dan tiempo para acumular información sobre la evolución del escenario externo. Señala, además, que desde la última RPM, los datos de actividad internacional son marginalmente mejores y las tasas externas presentan un aumento.

El Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera expresa que, al igual que en la Reunión anterior, en esta oportunidad parece recomendable cumplir con la expectativa de consenso, esto es, un aumento de 25 puntos base de la TPM, para no generar sorpresas e inducir una revisión de la trayectoria esperada para la tasa de interés. Asimismo, plantea que se estima apropiado mantener el mensaje de que la política monetaria aún es expansiva, por lo que probablemente será necesario continuar retirando estímulo monetario de la economía, y hace notar que la calibración de este proceso requerirá tomar en cuenta las perspectivas de crecimiento de la economía chilena, así como la evolución del escenario internacional y las tasas externas, reales y nominales.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de División Estudios señor Luis Óscar Herrera por la exposición de las opciones para la presente Reunión y, a continuación, concede la palabra al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín.



El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín da inicio a su intervención señalando que la cifra de inflación de noviembre, de 0,1% mensual y 2,5% en doce meses, estuvo en línea con lo esperado por el mercado. Hace presente que en el resultado del mes destacaron las alzas de los diversos combustibles, en particular la gasolina, que marcó la incidencia más alta del mes, con 0,13 puntos porcentuales. Por otro lado, comenta que se registraron nuevamente caídas generalizadas en prendas de vestir y calzado, y que también se siguen observando disminuciones importantes en diversos precios de equipos tecnológicos, relacionadas con las políticas comerciales de las empresas, que ofrecen mayores descuentos a los modelos previos, en la medida que realizan la renovación de *stocks* a un dólar más bajo.

En cuanto al IPCX, el señor Ministro informa que su variación mensual alcanzó a -0,1%, mientras que el IPX1 disminuyó 0,2%, con lo que las mediciones en doce meses se ubicaron en 2,0 y -0,4%, respectivamente. Destaca que, aunque la inflación acumulada a noviembre de 2010 alcanzó a 2,9%, el IPCX1 acumuló -0,1% en igual periodo, lo que confirma el hecho que el alza de la inflación durante este año se debe más bien a fenómenos puntuales y que no existe un alza de precios generalizada. En consecuencia, subraya que las cifras han revelado en forma consistente que las presiones inflacionarias se encuentran contenidas. Indica que esta visión se confirma al observar la Encuesta de Expectativas Económicas de diciembre, que da cuenta que las expectativas de inflación están perfectamente ancladas dentro del rango de tolerancia del Banco Central y, más aún, se ubican levemente por debajo del centro de dicho rango. De esta forma, indica que la inflación esperada para el presente año pasó a 2,9%, desde 3% en la encuesta de noviembre y 3,1% en la de octubre, mientras que para el año 2011, las expectativas ubican la cifra en 3,2%.

Menciona, además, que las expectativas de inflación, usando tasas de mercado BCP y BCU a 5 años, arrojan un valor de 3%, desprendiéndose de estos datos que las expectativas de inflación están perfectamente ancladas a plazos más largos.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín destaca, asimismo, que si bien una fuente de potenciales riesgos inflacionarios es el aumento de los precios de alimentos a nivel internacional, la apreciación del peso ha llevado a que los precios de estos bienes a nivel local solo hayan crecido en forma acotada, llevando, por el momento, a disipar este factor de riesgo alto inflacionario. Añade que otra fuente de potencial riesgo inflacionario es el crecimiento de los salarios. No obstante, manifiesta que, por el momento, el dinamismo del mercado laboral se ha concentrado en aumentos del empleo. De hecho, enfatiza que la creación de empleo es superior a 315.000 empleos desde el trimestre enero - marzo de este año.

Por otro lado, comenta que el fuerte dinamismo de la actividad económica interna continúa, pero a tasas algo más moderadas. Al respecto, precisa que el Imacec de octubre estuvo por debajo de lo esperado por el mercado, alcanzando un crecimiento interanual de 4,8%. Explica que en ese resultado influyó la importante caída de la actividad minera y el débil desempeño de la industria, como también el efecto de la baja base de comparación, que se va diluyendo en forma gradual y se hará más exigente en los últimos dos meses del año.

En el frente externo, hace notar que la cifra de empleo del mes de noviembre arrojó una creación mensual de 39.000 empleos en Estados Unidos, muy por debajo de lo esperado por el mercado, y que la tasa de desempleo se encuentra aún muy elevada, superior en más de 3 puntos a los niveles precrisis.

Con relación a Europa, menciona que las turbulencias financieras resurgieron con fuerza tras los temores sobre la economía irlandesa, que contagió a otras economías de la región, en especial las más débiles, a lo que se suma que las cifras económicas siguen mostrando un lento proceso de recuperación.



En este contexto, sostiene que los países emergentes siguen liderando el crecimiento económico mundial. Sin embargo, advierte que el fuerte incremento de la inflación en China ha generado algunos temores sobre la necesidad de una normalización de la política monetaria en ese país más rápida que lo esperado.

El señor Felipe Larraín enfatiza que el Ministerio de Hacienda reitera su compromiso de cooperar para evitar efectos indeseables sobre variables como el tipo de cambio, la tasa de interés y la inflación. Sin perjuicio de aquello, señala que esa Secretaría de Estado estima que, en la actual contingencia, lo más adecuado es realizar una pausa en el proceso gradual de normalización de la política monetaria, para evitar efectos indeseables sobre el tipo de cambio. Agrega que en caso que el Consejo decida continuar con el proceso de normalización de la política monetaria, la opinión de ese Ministerio apunta a que sería prudente indicar en el comunicado la posibilidad de pausas en el futuro, en la medida que se sigan observando cifras similares a las últimas, particularmente en lo que respecta al tipo de cambio, el control de precios interno y la moderación de la actividad.

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

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

Señala, en primer término, que si bien algunas cifras recientes, particularmente en Estados Unidos, apuntan en la dirección de una cierta mejora, el panorama externo sigue siendo extremadamente incierto, y que los temores respecto a la situación fiscal y financiera de Europa se mantienen. Indica que las economías emergentes siguen mostrando un dinamismo importante, aunque con cierta desaceleración y que se observa, además, un fuerte crecimiento de la demanda interna, lo que, en conjunto con incipientes presiones inflacionarias, ha llevado a algunos de estos países a seguir ajustando su política monetaria. Por otra parte, menciona que siguen las presiones hacia la apreciación de las monedas, lo que tiene el efecto inverso sobre la inflación y, por lo mismo, ha llevado a otro grupo de países, la mayoría, a poner una pausa a sus ajustes monetarios. Manifiesta, asimismo, que los precios de las materias primas siguen subiendo, en especial el del cobre y también el de varios productos agrícolas.

El Consejero señor Rodrigo Vergara destaca que en el ámbito interno, la actividad creció menos que lo esperado en octubre; que la demanda sigue mostrando un gran dinamismo, aunque hay indicios preliminares de alguna moderación; y que el empleo sigue creciendo con fuerza. Comenta que la inflación ha seguido exhibiendo registros moderados y que el año terminaría con una inflación en torno a 3%, bastante inferior a la estimación del IPoM de septiembre, a la vez que el IPCX1 se mantiene en terreno negativo. Agrega que el tipo de cambio sigue con presión hacia la apreciación.

Advierte también que la inflación puede tener ciertos rezagos, por lo que se podrían observar mayores presiones de precios en adelante. Indica que a ello se suma el riesgo en esta materia que conlleva el aumento de los precios de productos primarios antes mencionado, en particular el de alimentos, como también el alza que han venido exhibiendo los salarios nominales en los últimos meses, si bien se mantienen aún en rangos razonables.

El Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que, dados los antecedentes que se presentan, así como la discusión anterior, se abren dos opciones claras para la política monetaria: por un lado, hacer una pausa en el proceso de normalización y, por otro, seguir subiendo la tasa en 25 puntos base en esta oportunidad. En su opinión, ambas tienen beneficios y costos, ya que el hacer una pausa se justifica por las menores presiones de



precios y por la baja en el tipo de cambio, aunque tiene el riesgo que, por las presiones de demanda, la inflación se acelere más allá de lo esperado hacia el futuro. Al respecto, señala que debe recordarse que la tasa de 3% es aún bastante baja, en cuanto significa una tasa real de 0%. Respecto de seguir subiendo la tasa, en tanto, expresa que esta opción aleja a la economía chilena aún más de las tasas internacionales, en un escenario interno en que, por el momento, no se manifiestan mayores presiones inflacionarias y un escenario externo que se mantiene con riesgos importantes.

Con todo, señala que, en su opinión, lo natural es continuar en esta oportunidad con el proceso de normalización de la política monetaria, con un alza de la TPM de 25 puntos base, al igual que en la Reunión pasada, y sugiere que, en esta oportunidad, se modere el mensaje sobre ajuste monetario futuro. Expresa que, a su juicio, se está muy cerca de comenzar un período en que ajustes y pausas se alternarán, situación que queda implícita en los últimos comunicados, aunque estima que, en esta oportunidad, o al menos en el IPoM que se divulgará en los próximos días, el Banco debiera ser explícito en ello.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por subir la TPM en 25 puntos base hasta 3,25%.

El Consejero señor Sebastián Claro comienza su intervención, señalando que en las últimas semanas se han ido consolidando ciertos patrones en la economía mundial, donde destacan la debilidad económica en varios países de Europa y la consiguiente inestabilidad en los mercados financieros que ello acarrea; los vaivenes o signos mixtos sobre la recuperación en Estados Unidos; la aceleración de la inflación en algunos países en desarrollo, en especial aquellos con mayor crecimiento y mayor rigidez cambiaria; y los precios de *commodities* y materias primas bastante elevados.

Indica que, más allá de la idea de que la recuperación en los países más afectados por la crisis financiera será lenta, existe evidencia mixta en cuanto a si la debilidad es mayor o menor que la anticipada. Por una parte, menciona que las cifras de las últimas semanas han sido positivas en el margen y que los precios de los activos, especialmente las tasas de interés en Estados Unidos, que se han corregido agresivamente al alza, tanto las reales como las nominales, podrían estar dando cuenta de mejores perspectivas. Por otro lado, comenta que la manifiesta preocupación de la Reserva Federal y las medidas extraordinarias de política fiscal en Estados Unidos y de política monetaria por parte del BCE, dan cuenta de una situación más deteriorada que hace un par de meses.

El Consejero señor Sebastián Claro hace presente que esta tensión es muy evidente en las tasas largas en Estados Unidos, ya que o la Reserva Federal está equivocada, o las tasas de interés libres de riesgo están reflejando una expectativa desmedida, o la situación fiscal norteamericana está en serio aprieto. Sobre el particular, recalca que, en términos históricos, nunca se ha observado una combinación de tasas a 10 años de 3,5%, una tasa de desempleo de casi 10% y una inflación *core* inferior a 1%, ya que una tasa de 3,5% a 10 años ha estado asociada a un desempleo menor que 7% y a una inflación *core* cercana a 1,5%. Subraya, en consecuencia, que algo tiene que ceder.

El Consejero señor Sebastián Claro prosigue, afirmando que el escenario base considerado en el análisis es benigno, en el sentido que supone una recuperación de la economía mundial acotada, pero no despreciable, impulsada por los países en desarrollo. Hace el alcance que concuerda, en general, con este escenario, pero advierte que los riesgos del exterior son latentes e importantes. Expresa que esto es relevante, porque enfatiza la necesidad de cierta cautela en la evaluación que el Banco efectúe de la situación externa, que no puede ser recogida en toda su magnitud por el escenario base.



En el ámbito interno, indica que, en términos generales, la trayectoria de la actividad ha estado en línea con lo esperado desde hace algunos meses, aun cuando el dato de actividad de octubre sorprendió a la baja. Plantea que, por ahora, la expectativa es que ello sea un fenómeno muy puntual, que no afecta en su esencia la trayectoria en adelante. Destaca que se sigue observando un fuerte dinamismo del consumo y de algunos componentes de la inversión, aunque cierta desaceleración en el margen, y que hacia el próximo año, la proyección para la actividad es esencialmente la misma que la considerada anteriormente. Señala, además, que, aun cuando es de opinión que los riesgos externos están sesgados a la baja, es importante también evaluar la dinámica del gasto interno, especialmente del consumo privado, en un contexto en que el gasto fiscal ha tenido un comportamiento bastante acotado.

Por el lado de la inflación, menciona que en los últimos meses se han ido consolidando registros significativamente más bajos que los esperados, lo que está asociado, probablemente y en parte importante, al efecto de la apreciación del peso. Añade que la medida de inflación subyacente todavía se encuentra en valores negativos, y que, en adelante, la dinámica de la actividad debiera elevar los precios, por lo que la normalización de la política monetaria es justificada.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca que la situación cambiaria ha estado en el centro de la discusión, tanto por sus efectos directos sobre la inflación como por revelar la forma como se está desarrollando el ajuste económico mundial. Expresa que, por ahora, es evidente que la diferente posición cíclica de economías desarrolladas y en desarrollo, los altos términos de intercambio y el favorable acceso al financiamiento externo están detrás de las presiones a la apreciación real de muchas monedas. Precisa que la economía chilena no es la excepción a ello, agregando que en algunos casos, esto se manifiesta en apreciaciones nominales y en otros países, en mayores presiones inflacionarias.

A la luz de ello, estima que resulta muy difícil argumentar a favor de una desviación significativa del tipo de cambio respecto de lo que la dinámica cambiaria en el mundo y la posición cíclica de la economía chilena sugieren. Manifiesta que en una circunstancia como la actual, en que si bien la volatilidad cambiaria ha aumentado, el ajuste de tipo de cambio es una herramienta importante para evitar una toma excesiva de riesgo cambiario por parte del sector bancario y corporativo.

El Consejero señor Sebastián Claro enfatiza que sí es importante enfatizar que parte de la apreciación del peso y de otras monedas puede estar inducida por una expectativa de excesivo optimismo sobre la capacidad de los países desarrollados de sortear la crisis, y sobre la capacidad de los países en desarrollo de sostener un dinamismo importante y persistente. En su opinión, hay interrogantes al respecto.

Hace presente que la situación cambiaria, la incertidumbre externa y los bajos registros de inflación dan espacio para continuar con una normalización gradual de la política monetaria, en especial, en un contexto en que el crédito y los agregados monetarios menos líquidos no dan muestra de estar creciendo en exceso.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que vota por subir la TPM en 25 puntos base. Agrega que, en adelante, la posibilidad de graduar los aumentos en la tasa se hace más probable, lo que, a su juicio, dependerá crucialmente de cómo se desenvuelvan las presiones de precios. Para finalizar, plantea que esto debería quedar plasmado en el comunicado y, especialmente, en el próximo IPoM.

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



Destaca, en primer término, que se llega a esta Reunión después de completar la preparación del próximo IPoM, lo que conlleva el beneficio de contar con un conjunto completo de proyecciones de corto y mediano plazo, y una evaluación de los riesgos identificados.

Refiriéndose al frente externo, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que permanece el contraste entre el mundo desarrollado, que crece lentamente, y el mundo emergente, que se expande con vigor. Comenta que la inflación se muestra contenida en las economías desarrolladas, principalmente por consideraciones cíclicas, y que las emergentes enfrentan un panorama distinto. Especifica que estas últimas reducen brechas, mientras los precios de las materias primas, incluidos los alimentos, se mantienen elevados y siguen, incluso, experimentando alzas. A su juicio, todo ello los ubica frente a riesgos inflacionarios crecientes.

El Consejero señor Enrique Marshall agrega que los mercados financieros se muestran atentos y sensibles a la vulnerabilidad fiscal y bancaria de Europa, y a la evolución de la actividad y el empleo en los países desarrollados en general; y que, en las últimas semanas, los sentimientos de mercado han experimentado alguna mejora debido a señales positivas provenientes principalmente de Estados Unidos. En todo caso, estima que los riesgos para el escenario externo permanecen altos y que lo más probable es que se siga observando volatilidad en los mercados financieros como resultado de ello.

En el frente interno, indica que la economía sigue mostrando dinamismo, pero con algunos signos de moderación, si bien a partir de tasas de variación más bien altas. Al respecto, añade que el Imacec de octubre estuvo por debajo de lo anticipado.

Por el lado de la demanda, señala que el impulso está liderado por el consumo privado, favorecido por varios factores, como las expectativas optimistas de parte de los hogares, condiciones crediticias bastante normalizadas, y una positiva evolución del empleo y la masa salarial. Plantea que, en lo fundamental, este dinamismo debería continuar durante el próximo año, aunque es dable esperar una recomposición de la demanda y, particularmente, de la inversión, debido a un aumento proyectado del gasto en construcción y obras.

A su juicio, las presiones inflacionarias permanecen bastante contenidas en el corto plazo. Sobre el particular, hace presente que la inflación anual, medida por el IPC, sigue registrando un gradual proceso de convergencia a la meta, pero por debajo de lo previsto, debido a factores puntuales y a la apreciación del peso; que, sin embargo, los riesgos de mediano plazo siguen muy presentes, como resultado de la evolución de la actividad y el cierre de brechas; y que esa misma preocupación surge al observar el comportamiento de las remuneraciones, cuyas tasas de variación han ido aumentando a lo largo del año.

Por último, hace especial mención a la evolución del tipo de cambio, que ha adquirido relevancia en la configuración del escenario del Banco Central de Chile. Subraya que la apreciación se ha vuelto a intensificar en lo más reciente, por lo que requiere un cuidadoso seguimiento.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que en este contexto, y tal como se ha planteado precedentemente, las opciones de política que surgen con mayor claridad son un alza de 25 puntos base y una pausa transitoria.

Para efectos de una decisión, señala que deben considerarse varios elementos. Indica que el primero de ellos se refiere a cuán cerca o lejos se está de un nivel de tasa coherente con las actuales condiciones cíclicas. En su opinión, no resulta fácil dar respuesta a ello con precisión, si bien resulta bastante claro que aún existe una brecha por cerrar.



En cuanto al segundo elemento, plantea que es importante ponderar los riesgos e incertidumbres que se ciernen sobre la economía mundial. A su juicio, ellos son indudablemente altos y justifican proceder con prudencia. Sin embargo, considera que el escenario relevante para la política monetaria no se ha modificado sustancialmente, ya que las proyecciones de crecimiento para la economía mundial, por citar un ejemplo, no han tenido ajustes significativos en el último tiempo. Por ello, estima que lo aconsejable resulta ser que la orientación general de la política monetaria mantenga su coherencia con el escenario perfilado en el IPoM.

Agrega que un tercer elemento a considerar son las expectativas de mercado, que, en esta oportunidad, sugieren mayoritariamente un alza de 25 puntos base. Al respecto, sostiene que si no existen argumentos sólidos en contrario, lo más razonable es validar dichas expectativas y evitar sorpresas que pueden conducir a lecturas equivocadas por parte del mercado.

En virtud de lo anterior, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta inclinarse por un alza de 25 puntos base y por mantener un comunicado que condicione los próximos pasos a la evolución de las condiciones internas y externas.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff*, que en esta oportunidad se beneficia del contenido del próximo IPoM, y señala que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior contenidos en el número 1 de la Minuta de Opciones, a lo que añade los siguientes puntos.

En primer lugar, indica que el anuncio fiscal en Estados Unidos es positivo para la demanda en esa economía, pero que tanto esa política como la monetaria estimulan un mayor endeudamiento fiscal y privado. Agrega que el mejoramiento de las exportaciones netas en ese país es el único componente de demanda cuyo mejoramiento es sostenible en el tiempo.

En segundo término, expresa que el aumento de las tasas de interés en las economías desarrolladas implicaría un retraso aún más prolongado en el inicio de la normalización monetaria, pero uno más rápido luego de su adopción. Comenta que en el caso particular de Estados Unidos, no está claro si el aumento de las tasas largas responde a mejores expectativas, lo que sería favorable, o a condiciones de deuda del Tesoro más riesgosas.

A título de tercer elemento, menciona que a las mayores presiones inflacionarias en Asia emergente habría que añadir el caso de Brasil, que también enfrenta presiones elevadas.

En lo interno, destaca que la inflación ha vuelto a estar por debajo de lo esperado, y que la apreciación del peso, en tanto, ha ubicado el tipo de cambio real (TCR) en el límite inferior del rango compatible con los fundamentos de largo plazo.

Como último comentario, advierte que la cuenta corriente a precios de tendencia se sigue deteriorando.

Al proseguir, el Vicepresidente señor Manuel Marfán reitera, como en oportunidades anteriores, que el cierre de brechas es una medida de equilibrio interno. Enfatiza que los hechos vinculados a la economía internacional también son relevantes; que el escenario de bajo crecimiento en el mundo desarrollado continúa afectando las perspectivas de la política monetaria en esas economías; y que la trayectoria de la propia política monetaria no



debe ser inmune a lo que acontece en el resto del mundo, ya que, de otra manera, el TCR y la cuenta corriente a precios de tendencia de la economía chilena podrían alejarse de lo que sería una trayectoria hacia un equilibrio sostenible.

En esta ocasión, el Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta su deseo de profundizar respecto de lo anterior, en virtud de que las opciones son mantener o elevar la TPM. Expresa que un aumento de tasa pretendería reducir el estímulo sobre la demanda agregada, en un contexto de cierre de brechas, y que, en el corto plazo, el diferencial relevante con respecto a las tasas internacionales podría afectar la trayectoria del tipo de cambio en el corto plazo. Sostiene que en condiciones normales, este último no es un efecto que incida significativamente en un horizonte de política de dos años, en la medida que la política monetaria tendría efectos reales, incluido el TCR, solo transitorios. Enfatiza que la flotación cambiaria juega un rol relevante para estabilizar el tipo de cambio bajo esas condiciones normales.

No obstante, señala que si bajo condiciones especiales, la política monetaria indujera una apreciación real persistente, en el caso particular de Chile tendría un impacto expansivo sobre el gasto en un horizonte de dos años, anulando total o parcialmente el efecto contractivo deseado. Agrega que, aunque en el largo plazo una apreciación cambiaria sería contractiva, el efecto positivo sobre la demanda en el corto plazo se debería a los efectos ingreso y riqueza en el sector privado nacional.

Indica que, a su juicio, en la actualidad hay una combinación de hechos que pueden constituir un caso especial como el señalado.

En efecto, plantea que la perspectiva es que las tasas internacionales permanecerán por debajo de su nivel neutral por un período anormalmente largo, más allá del horizonte habitual de política. Así, anticipa que el retiro del impulso monetario en Chile elevará el diferencial de tasas relevante por un período anormalmente prolongado, generando una señal inequívoca sobre la trayectoria del tipo de cambio real durante el horizonte de política.

En su opinión, el punto de fondo es si un aumento de la tasa de interés en Chile generará una reducción del gasto interno o si, por el contrario, habrá una sustitución de financiamiento interno por financiamiento externo descubierto, recordando, al respecto, que el costo del financiamiento externo con cobertura cambiaria está determinado por las tasas de interés en pesos. Sostiene, además, que el grado de esa sustitución dependerá de las expectativas cambiarias. En ese sentido, indica que si se percibe que la apreciación es muy transitoria, no habrá sustitución de financiamiento y primará el efecto contractivo del aumento de tasas; por el contrario, si se percibe que la apreciación tendrá una persistencia anormalmente prolongada, primará la sustitución de financiamiento.

Enfatiza que este tipo de razonamiento resulta particularmente relevante hoy, no solo por la expectativa de que las tasas externas permanecerán bajas por mucho tiempo, sino también porque el nivel del TCR actual está en el límite inferior del rango consistente con sus fundamentales de largo plazo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán prosigue, solicitando expresamente que la opinión que emitirá a continuación se excluya de la Minuta de la presente Reunión. Efectuada esta prevención, manifiesta, a título personal, que la mejor combinación es elevar la tasa e intervenir el mercado cambiario, tal como lo manifestara el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón hace dos meses. Complementa su planteamiento, señalando creer que en ausencia de una intervención, un aumento de la tasa le resta potencia a la política monetaria futura, por las razones ya mencionadas.



En razón de lo expuesto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que, en esta oportunidad, su voto es por mantener la tasa en su nivel actual de 3%. Con todo, manifiesta estar disponible para sumarse a la mayoría, en la medida que esta sea distinta de su voto, lo que ya ha ocurrido.

Hace el alcance que la aparente contradicción con lo que ha planteado no es tal, en la medida que el rol como Consejero del Banco Central de Chile es de tratar de construir consenso. Asimismo, indica que en la medida que las expectativas incorporen el riesgo, a su juicio significativo, de un deterioro de las condiciones externas, parte de la validez del razonamiento anterior se atenúa.

Por último, el Vicepresidente señor Manuel Marfán solicita que en la Minuta correspondiente a esta Reunión no se pierda el razonamiento expuesto, con excepción de lo planteado en materia de intervención cambiaria.

El Presidente señor José De Gregorio da inicio a su intervención, señalando que la economía chilena sigue creciendo con relativo vigor, al igual que casi todas las economías emergentes, mientras que las economías avanzadas lo hacen con lentitud, con amplias holguras de capacidad y elevados niveles de desempleo. Hace presente que este es, básicamente, el escenario que se delineó en el IPoM de septiembre y que no es muy distinto del que se presentará en el Informe próximo.

Destaca que la economía internacional ha mostrado señales algo más positivas en lo más reciente, en particular con respecto al precio de los activos financieros. No obstante, indica que el alza de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos podría ser una anticipación de los problemas fiscales, y que la fragilidad de su moneda aún refleja perspectivas de una débil recuperación. Agrega que en Europa continúan las tensiones financieras, y que no se puede descartar, sino que es más bien altamente probable, que se vuelvan a presenciar focos de tensión, que, a su vez, muy probablemente no debieran deteriorar de manera significativa el ya débil panorama de las economías avanzadas.

En el ámbito interno, el Presidente señor José De Gregorio menciona que el último registro del Imacec sorprendió a la baja, pero fundamentalmente debido a factores de oferta, como el lento crecimiento de la producción minera y una menor actividad en el sector EGA. Manifiesta que aunque habría algunas noticias de menor actividad en el resto de los sectores, esta se debería a factores transitorios. Con todo, destaca que el agregado para el resto de los sectores continúa creciendo con rapidez, incluso algo más rápido en la proyección actual que lo esperado un par de meses atrás.

Por el lado de la inflación, precisa que ha sido algo menor que lo esperado, en parte por algunos precios específicos, como también por menores presiones de precios de los bienes importados. Indica que ello es coherente con la apreciación del peso y con perspectivas de inflación algo más contenidas que las que existían antes de que comenzara la significativa apreciación del peso. En todo caso, plantea que, en la medida que se estabilice el peso, la principal fuerza que impulsará la inflación será la brecha que se cerrará pronto, y que luego será positiva mientras el producto siga creciendo por sobre su tendencia de largo plazo. En este contexto, hace hincapié en que es importante continuar con la normalización de la política monetaria a niveles más coherentes con la neutralidad del impulso monetario.

El Presidente señor José De Gregorio señala que es importante destacar también que en el mundo, el precio de los *commodities*, en general, y de los alimentos, en particular, han estado experimentando alzas y que ya están teniendo efectos en otras economías emergentes, incluso en muchas de las cuales que están hoy días sufriendo apreciaciones en su tipo de cambio. Añade que, en Chile, el aumento de los márgenes en el



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 163

16.12.2010

25.-

alza de los precios del año 2008 y la apreciación del peso dan algún espacio de contención inflacionaria, pero que, en todo caso, este es un riesgo que se debe considerar, en especial por sus potenciales efectos de propagación.

Por lo tanto, el Presidente señor José De Gregorio es de opinión que se debiera continuar subiendo la TPM de manera moderada, y que es por ello que su inclinación es por subir la TPM en 25 puntos base. Plantea que si bien la alternativa de mantener la tasa no se puede descartar del todo, estima que envuelve riesgos que no cree que valga la pena asumir hoy día. En primer lugar, señala que el mercado tiene internalizada un alza de 25 puntos base, de modo que es difícil pensar que vaya a haber una reacción importante en los precios de los activos financieros, en particular del tipo de cambio. En segundo lugar, indica que una mantención podría dar una señal de que el Banco conducirá la política monetaria con temor a su impacto cambiario, pudiendo afectar indeseadamente las expectativas de inflación. Al respecto, menciona que más allá de fricciones financieras en las medidas de compensaciones inflacionarias, se puede asegurar que las expectativas están bien alineadas con la meta, lo que favorece el logro de ella.

Añade que, sin lugar a dudas, en las próximas reuniones habrá que evaluar si se deben o no realizar pausas en el retiro del estímulo monetario, pero que, en esta ocasión, no le parece que ello se justifique.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio expresa que su voto es por subir la TPM en 25 puntos base.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio señala que habría consenso por subir la tasa de política monetaria en 25 puntos base.

En virtud de lo anterior, el Consejo adoptó el siguiente Acuerdo:

163-01-101216 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,25% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,25% anual.

En el ámbito externo, continúan las señales de crecimiento moderado en las economías desarrolladas, que contrasta con el dinamismo de las economías emergentes. En los mercados financieros internacionales, en las últimas semanas se mantienen las preocupaciones respecto del riesgo de algunas economías europeas. La lenta recuperación de los países desarrollados continúa siendo un factor importante de riesgo para las economías emergentes. Asimismo, se ha acentuado el aumento de los precios internacionales de materias primas, incluyendo alimentos y energía, lo que está impactando en los registros de inflación de algunas economías.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 163

16.12.2010

26.-

En el plano interno, las cifras de actividad, demanda y empleo continúan evolucionando positivamente. La inflación ha estado algo por debajo de lo esperado, ante una menor inflación de los bienes importados. Las expectativas privadas se mantienen alineadas en torno a 3% dentro del horizonte relevante para la política monetaria. El peso se ha apreciado con respecto al dólar desde la última reunión.

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:05 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



FELIPE LARRAÍN BASCUÑÁN
Ministro de Hacienda



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

