



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 160 celebrada el día jueves 16 de septiembre de 2010

---

En Santiago de Chile, a 16 de septiembre 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.

Asisten también los señores:

Ministro de Hacienda,  
don Felipe Larraín Bascuñán;  
Gerente General,  
don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Fiscal y Ministro de Fe,  
don Miguel Ángel Nacur Gazali;  
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 Asesor,  
don Luis Óscar Herrera Barriga;  
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 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° 160, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de marzo de 2011 para el día 17 de dicho mes.



Informa que el señor Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín asistirá a la presente Sesión, pero solo 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 comienza su exposición, señalando que la incertidumbre, reflejada a través de los *CDS* y *spread* de bonos alemanes de países europeos, ha tendido a aumentar, particularmente en los países periféricos de Europa. Indica que el aumento es más nítido en Grecia y también en Irlanda, cuya clasificación de riesgo ha ido cayendo, en tanto que en España es algo menor. Agrega que detrás de este aumento en las primas de riesgo hay un elemento asociado a las decisiones de compra de bonos soberanos de países periféricos por parte del Banco Central Europeo (ECB, por sus siglas en inglés), que tras comenzar con adquisiciones de montos significativos a mediados de mayo último, ha efectuado compras menores, hasta llegar a volúmenes muy reducidos en las últimas semanas.

Respecto de los premios *CDS* de bancos, el señor Sergio Lehmann informa que han tendido a subir en el margen, particularmente en los bancos europeos, y, en menor medida, en el caso de bancos de otras economías, debido, fundamentalmente, a una mayor preocupación o dudas sobre la situación patrimonial de algunas entidades bancarias y, en especial, por información de que algunos bancos alemanes van a tener que salir a levantar capital. Menciona que una situación algo más compleja presentan algunos bancos irlandeses y griegos, que se ha reflejado en los *CDS spreads* de bancos europeos, fundamentalmente.

Hace presente que la percepción de riesgo, en tanto, se ha mantenido en niveles similares a los observados en la RPM anterior, aunque con cierta volatilidad, ya que aumentó a inicios del mes y luego presentó una reversión parcial.

En cuanto a los premios soberanos, manifiesta que no muestran cambios significativos en los mercados emergentes. Asimismo, señala que las primas por liquidez, dadas por el *Spread Libor – OIS*, han continuado disminuyendo en Estados Unidos para todos los plazos, luego que aumentaran a mediados de mayo, producto de las turbulencias asociadas a Europa. Añade que en la Zona Euro siguieron incrementándose desde julio, aproximadamente, pero luego, como resultado de las medidas no convencionales adoptadas por el ECB, han vuelto a mostrar algunas reducciones en el margen.

En materia de tasas de interés, el Gerente de Análisis Internacional hace notar que, si bien se mantienen en niveles parecidos al cierre de la RPM anterior, han registrado cierta volatilidad, por cuanto tendieron a caer a inicios del mes y, posteriormente, volvieron a aumentar. Desde una perspectiva histórica, sin embargo, destaca que las tasas de interés de largo plazo se encuentran claramente en niveles bastante bajos y, de hecho, en algún grado comparable con las tasas observadas durante el cuarto trimestre del año 2008, luego de la caída de Lehman Brothers. Indica que ello se observa con particular claridad en el caso de la Zona Euro, reflejando precisamente la debilidad y las complejidades que está mostrando esa región. En Estados Unidos, acota, se encuentran algo por encima de los niveles mínimos alcanzados en esa misma fecha.

Respecto de las tasas largas en dólares, el señor Lehmann hace referencia a un modelo que da cuenta que la tasa de largo plazo está relativamente alineada con sus fundamentales. Al respecto, explica que los fundamentales que se usan para su cálculo son, en primer lugar, las compras netas de no residentes de Estados Unidos, que han aumentado durante el año en curso, tras mostrar disminuciones importantes desde la caída de Lehman Brothers; en segundo término, el balance fiscal, que tendió a quitarle presión a las alzas de tasas y, de hecho, produjo alguna reducción; y, en tercer lugar, la balanza fiscal, que ha



mejorado en el margen y ha sido algo menos deficitaria que lo esperado. Asimismo, hace alusión a las compras que ha efectuado la FED de bonos del Tesoro de Estados Unidos, que más bien se originaron a propósito de la crisis, como también a otro elemento muy importante, que son las expectativas de los fondos federales, los *Fed Funds*, que han tendido a reducirse en el tiempo.

En relación con los movimientos de TPM esperados, indica que se observa nuevamente un movimiento en el Reino Unido, recogido a partir de los futuros, y en la Zona Euro, un movimiento más bien hacia la baja o postergación de aumentos de la tasa rectora hacia fines del año 2011. Respecto de economías emergentes, destaca un movimiento algo al alza en el caso de Europa emergente, mientras que en otras economías, los movimientos son bastantes marginales. Complementa, señalando que en el caso de Estados Unidos, el movimiento es bastante sutil.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional se refiere a las paridades. Al respecto, informa que la mayoría de las monedas de economías emergentes han tendido a depreciarse respecto del dólar, excepto las de Europa emergente, que más bien siguen el patrón del euro. Agrega que las monedas de economías desarrolladas también han tendido a depreciarse, salvo el yen, que se ha apreciado como resultado de la acción de intervención acordada por el Gobierno japonés, precisamente con el propósito de depreciar su moneda.

El señor Sergio Lehmann describe luego las relaciones del yen respecto del dólar, del euro y del won, destacando que el nivel que está alcanzando, en general, respecto de todas esas monedas, es similar al que se ha registrado desde el año 2000 a la fecha. Menciona, además, que *Consensus Forecasts* espera una depreciación del yen bastante marginal, y que todo ello habría llevado a Japón a intervenir.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta por la magnitud de la intervención, a lo cual el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón responde que las compras alcanzaron a US\$ 10 billones el día anterior, en circunstancias que el mercado esperaba el triple. El señor Lehmann complementa que se han mencionado distintas cifras, pero que esa es la que ha predominado. Además, a título de referencia, precisa que en el año 2004, la intervención alcanzó a US\$ 400 billones.

El señor Presidente hace presente que no es el Banco Central de Japón el que interviene, sino que, normalmente, es el Tesoro japonés. Plantea, asimismo, que de acuerdo con un gráfico que publicó el *Financial Times* el día previo o dos días antes, el actual tipo de cambio es, efectivamente, el menor de los últimos 15 años, pero que, en términos reales, está bastante por sobre los mínimos. Añade que le llamó mucho la atención la disparidad entre las cifras nominales y la cifra real, ya que, normalmente, no son muy distintas. El Gerente de División Estudios señor Pablo García explica que ello se debe a la deflación sistemática que tiene esa economía.

El señor Sergio Lehmann prosigue, haciendo notar que el yen presenta algún grado de desalineamiento respecto de su promedio del período 2000 – 2010 en términos nominales, no así en términos reales, ya que, incluso, está ligeramente depreciado con relación al promedio de ese período. Sobre el particular, el Presidente señor José De Gregorio destaca que el Tesoro japonés está interviniendo a un tipo de cambio que no solo es bajo, sino que superior al promedio de los últimos diez años, mientras que en el 2004 lo hizo cuando el tipo de cambio real estaba algo por debajo de dicho promedio.

El Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que, en estricto rigor, el tipo de cambio real ha estado muy por debajo del promedio referido, porque todos los datos posteriores lo superan, lo que indicaría, entonces, que el promedio anterior debe haber sido mayor. El señor Lehmann acota que, quizás, lo que los japoneses están tratando de alcanzar, en la práctica, no



es más que un objetivo inflacionario, sin pretender afectar el tipo de cambio real, a lo cual el señor Presidente enfatiza que, en ese caso, sería llevado a cabo por el Banco de Japón.

El señor Pablo García menciona que hay una interpretación de tipo político. Señala que el Partido Liberal Demócrata japonés es un partido que, tradicionalmente, era proclive a un yen débil y que la pérdida del control del Gobierno y asunción de la oposición, fue leída por el mercado como la posibilidad de que esa moneda se fortaleciera sin problemas. Agrega que como hubo una amenaza al liderazgo dentro del partido de oposición, que fue exitosamente defendida por su líder, tuvo que dar una suerte de evidencia de yen débil, constituyendo esa la razón por la cual el mercado interpretó que el Tesoro japonés intervino.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que no tiene certeza si el yen se mantuvo más o menos estable en términos reales en los últimos veinte años, a lo cual el señor Pablo García expresa que no fue así en los últimos diez. El señor Manuel Marfán indica que lo que se esperaría, entonces, es que después de la crisis financiera en Japón, haya existido una cierta tendencia a la depreciación del yen.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que los antecedentes expuestos por el Gerente de Análisis Internacional solo están dando cuenta de que el yen está en un nivel relativamente alto, en términos reales. Hace presente que esa moneda se fortaleció entre los años 1970 y 1990, luego tendió a estabilizarse, después se movió levemente con el dólar y se debilitó en el período máximo de fortaleza de la divisa norteamericana.

El Gerente de División Estudios destaca que ese fenómeno es, precisamente, lo más notorio hoy en día. Indica que el yen es la moneda que sirvió para financiar el *boom* de los años 2005-2006, período en que mientras las casas se fortalecían, este se debilitaba. Agrega que, posteriormente, a partir del inicio de la crisis, se apreció de manera significativa.

El Presidente señor José De Gregorio añade que el yen se debilitó por efecto de *carry trade*, o sea, las casas se financiaron en Japón. El señor Pablo García acota que ello se acabó durante la crisis, cuando el yen se fortaleció 20% en un trimestre, en términos reales.

El Gerente de Análisis Internacional recalca, a continuación, que el yuan también es un tema que concentra la atención de los mercados, frente a evidencias de que Estados Unidos tendería a presionar más al Gobierno chino para que aprecie su moneda. Informa que las paridades de esta moneda respecto del dólar, del euro, del yen y del won, dan cuenta de una importante depreciación en relación con el yen y, en algún grado, respecto del euro. En cuanto a la evolución de la paridad yuan/dólar desde el año 2005 hasta la fecha, hace especial mención al proceso de apreciación que impulsaron las autoridades chinas, que se detuvo con la crisis, luego de la cual, la paridad prácticamente no ha registrado variación hasta ahora.

El señor Sergio Lehmann manifiesta que para los próximos diez o doce meses, se espera una apreciación del yuan mayor que la que se proyectaba hace uno y dos meses.

El Presidente señor José de Gregorio subraya que la magnitud de la apreciación esperada del yuan con respecto al dólar no es significativa, ya que solo variaría de 6,8 a 6,7 entre julio último y julio del año próximo. El señor Sergio Lehmann concuerda con lo expresado por el señor Presidente y destaca que, en el año 2005, la apreciación del yuan sí fue significativa, pasando de 8 a 7 yuanes por dólar, aproximadamente.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán agrega que China anunció hace algunos meses que retomaría la política seguida antes de la última crisis, por lo que se esperaba que el yuan tuviera una pendiente hacia la apreciación, lo que no se observa claramente. El señor Lehmann indica que, efectivamente, la apreciación ha sido muy poco significativa.



El Gerente de Análisis Internacional continúa, refiriéndose a una comparación de las variaciones registradas por diversas monedas respecto de fechas representativas, como la RPM de agosto, inicios de año, un año atrás, un año y medio atrás y el 15 de septiembre del 2008, que coincide también con la caída de Lehman. Indica que en relación con los registros de un mes atrás, el peso chileno aparece como el más apreciado, con excepción del dólar australiano, y que, considerando una perspectiva algo más amplia, particularmente desde el 15 de septiembre del 2008, su apreciación está en términos de una media entre los movimientos que han exhibido otras monedas. Agrega que, respecto de comienzos de año, se observa que el peso chileno no se ha apreciado mucho más y que, de hecho, su apreciación ha sido menor que la del rand sudafricano y del dólar australiano, estando más bien en línea con el movimiento del real brasileño.

El Consejero señor Rodrigo Vergara hace notar la apreciación que registra el peso chileno con respecto a diferentes fechas, en especial, desde el 31 de diciembre de 2008 hasta el día de hoy, así como en los últimos doce meses. Destaca que su apreciación, que alcanza a 3,5% respecto de la última RPM y a 10,1% en los últimos doce meses, solo es superada por la del dólar australiano y el ringgit malayo, respectivamente.

El señor Sergio Lehmann prosigue, indicando que las volatilidades cambiarias son algo menores que en el trimestre anterior. Precisa que en el caso de Chile, hoy es más baja que a comienzos de año y que el trimestre anterior, y que su promedio del período 2007 -2010 es de 10%, aproximadamente. Asimismo, destaca que, en términos generales, se observa hoy menor volatilidad en los mercados que a comienzos de este año y particularmente respecto del año 2009, salvo algunas excepciones.

En cuanto a los mercados bursátiles, menciona que permanecen relativamente estables, con ciertos vaivenes durante el último mes, ya que registraron caídas al inicio y recuperaciones marginales posteriormente.

Hace presente que la inflación total aparece contenida en las economías desarrolladas y con movimientos tal vez algo más heterogéneos en las economías emergentes, citando, a título ejemplar, que en China y en algunos países de Europa, como República Checa, registra aumentos, mientras que en Brasil se observan caídas.

En materia de inflación subyacente, señala que, en general, tiende a disminuir, algo influenciada quizás por lo que es el movimiento de la inflación subyacente en Estados Unidos, mientras que en las economías emergentes exhibe movimientos mixtos y algunos aumentos en Asia.

En términos de proyecciones, manifiesta que, nuevamente, se tiene una caída en la inflación para el 2010 en las economías desarrolladas y en América Latina. Agrega que para Europa del Este y Asia se esperan ligeros aumentos para los años 2010 y 2011, así como también para América Latina durante el próximo año.

El Gerente de Análisis Internacional informa, asimismo, que predominan las alzas de los precios de los *commodities*, particularmente en el caso del último mes. Recuerda que el trigo registró la mayor alza hace un mes, en tanto hoy es el maíz el que predomina, con alzas en torno al 20%, seguido por el arroz, cuyo precio exhibe una variación de 12%. Agrega que también se observan aumentos en el caso del cobre y gasolina, en torno al 5%.

Al considerar una perspectiva algo más larga, destaca el nivel récord que registra el oro, así como los aumentos importantes del índice agregado de metales. Asimismo, menciona que se sostiene el alza del índice agregado de granos y cereales observado hace uno o dos meses, que se explica más bien por el movimiento que muestra el precio del maíz, como consecuencia, a su vez, de razones climáticas.



El señor Sergio Lehmann hace presente que en materia de actividad predominan desaceleraciones en el margen, particularmente en las economías desarrolladas. Indica que los últimos registros de producción industrial en Estados Unidos se muestran prácticamente planos, como también en las economías emergentes, con la sola excepción de China, economía que sobresale en materia de movimientos al alza.

En términos de empleo, manifiesta que la tasa de desempleo se mantiene relativamente estable y que en algunas economías se advierten ciertos aumentos en el margen.

En lo relativo al mercado laboral en Estados Unidos, el señor Sergio Lehmann compara la situación de creación de empleo actual respecto de los promedios en períodos de recesión, como los del año 1990, 2001 y el bienio 2008-2009. Señala que la última crisis tuvo un componente de destrucción de empleo mucho mayor que el observado en otras recesiones. Asimismo, indica que en períodos de recuperación o de expansión de la economía, y considerando el promedio de los años 1990 al 2010, se advierte que hoy día la generación de empleo está muy por debajo de lo que se observa, en general, en los períodos de expansión o de salida de fases recesivas. Para complementar, comenta que, desde el 2007 a la fecha, el informe oficial de empleo y el informe ADP, que si bien tienen diferencias muestrales, dan cuenta de una evolución parecida en materia de creación de empleo privado en Estados Unidos.

Al respecto, el Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes señala que esta salida no es muy distinta, en términos de creación de empleo, de lo que es la salida después de una crisis financiera, como la que tuvo Estados Unidos.

El Consejero señor Enrique Marshall acota que la última crisis no es comparable con otras recesiones, porque la reciente tuvo un componente adicional. El señor Luis Felipe Céspedes confirma lo expresado por el señor Enrique Marshall, agregando que, en general, la literatura demuestra que las salidas después de crisis financieras, en términos de creación de empleo, son mucho más lentas y no tan directamente comparables con un ciclo normal.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, mencionando que se observa un deterioro en la confianza empresarial en las economías desarrolladas y también en las emergentes, situación que se repite en materia de confianza del consumidor, en respuesta a un mercado laboral que exhibe cierta debilidad.

Finalmente, en cuanto a condiciones crediticias, informa que la última encuesta en Estados Unidos reflejó que se descomprimen levemente las condiciones crediticias en esa economía, como también en el Reino Unido, mientras que en la Zona Euro y Japón se estrechan para el segundo trimestre de este año. Añade que los préstamos bancarios continúan acotados en todas esas economías, en tanto que los créditos de consumo muestran cifras positivas muy marginales en la Zona Euro y cifras negativas en Estados Unidos y Japón.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del señor Sergio Lehmann. Manifiesta que en materia de crecimiento, la economía internacional exhibe hoy más riesgos que hace dos o tres meses y que Estados Unidos, de hecho, podría desacelerarse más. No obstante, destaca que las proyecciones están subiendo en el margen, citando el caso de Estados Unidos, que anticipa un crecimiento mayor que 2%, como también el de Europa, que sorprendentemente subió las proyecciones la semana previa por sobre el 1%, y en 0,7 punto adicional en dos años, a diferencia de la proyección contenida en el último IPoM, que lo situaba bajo 1%.

El Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta tener una opinión parecida al respecto, ya que, en relación con la última RPM, el escenario se ve algo más estable, se observa mayor tranquilidad, además que algunas noticias recientes no han sido tan negativas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 160

16.09.2010

7.-

No obstante, advierte que la apreciación es un tema complicado y que persiste la volatilidad, por lo que la situación puede cambiar de una semana a otra. En todo caso, aún así, estima que en las últimas semanas pareciera que todo apunta a un escenario más positivo.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán expresa que echa de menos una curva *forward* de tasas de política monetaria para las principales economías del mundo en una perspectiva algo más larga, que tome nuestro horizonte de política, esto es, que en vez de considerar un horizonte hasta fines del 2011, lo haga hasta el término del 2012. Hace presente que se tiene como supuesto que el tipo de cambio real en el corto plazo se comporta de acuerdo con una ecuación de arbitraje, que en el largo plazo converge a un tipo de cambio real de equilibrio, pero que entremedio deja de hacerlo, incluyéndose, entonces, una constante para que también el tipo de cambio real derive a algo racional.

Plantea que si solo se revisara una ecuación de arbitraje y se pudiera contar con el horizonte de proyección hasta el término del año 2012, en principio, se observaría que Estados Unidos estaría muy por debajo de su tasa neutral de aquí a dos años. Manifiesta que es por ello que le interesaría saber cuál será el diferencial de tasa de interés de nuestro escenario central en dos años más, y si acaso ese diferencial se mantendrá tan alto como ahora o si aumentará, porque Chile se acerca más rápido a su tasa neutral en comparación a como lo hacen las economías desarrolladas.

Agrega que si el tipo de cambio llega a caer y se desea que se recupere, entonces las tasas deben ser lo suficientemente bajas como para que ello ocurra, lo que no se observa en nuestro horizonte, o bien, el resto del mundo deberá tener tasas de interés suficientemente altas.

En razón de lo expuesto, solicita que, en lo posible, se alargue el horizonte de la *forward* de tasas de política monetaria para las principales economías del mundo, para poder determinar en qué cambia nuestro escenario si es que el resto del mundo no converge a sus *steady state* en dos años. En su opinión, ello no debe ser indiferente para efectos de la política del Banco, por lo que solicita que se haga llegar esa información al Consejo.

El Presidente señor José De Gregorio señala que entendería que cualquier modelo tiene una ecuación de arbitraje, que está amarrada con un tipo de cambio de equilibrio, y que es lo que determina el tipo de cambio *spot*. Añade que esa ecuación tiene una prima, que permite que en el largo plazo haya un equilibrio entre la tasa internacional y la nacional más la prima.

Menciona, asimismo, que, en su experiencia, más que mirar las diferencias de tasas de política monetaria, hay que mirar los diferenciales de tasas largas, estimándose que estos diferenciales son coeficientes de 3, aproximadamente, es decir, que cuando se toma, por ejemplo, la tasa más larga, a 10 años, diferenciales de un punto dan 3% de apreciación.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán comenta que se puede revisar la tasa larga o su pendiente, que es la *forward*, pero que es mejor contar con esta última, porque la primera está muy contaminada por las tasas cortas.

Respecto de la prima, indica que mientras más se crezca, más alta será, probablemente, nuestra tasa neutral para una misma tasa de inflación y, por lo tanto, más alta tiene que ser la prima de riesgo para mantener un diferencial de tasas reales más alto.

Asimismo, agrega que se reemplazó, en su momento, la incorporación de un diferencial en el *spread* de largo plazo, por un tipo de cambio real al cual se converge, lo que, en el fondo, es lo mismo.



El Gerente de División Estudios aclara que no se ha modificado la manera como se modela el tipo de cambio en la proyección, precisando que hay un tipo de cambio real de llegada, al cual se converge en el largo plazo, que es constante. Explica que este es constante con un diferencial de tasa que no es igual a cero, si se le aplica una prima de equilibrio, que puede variar.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán repara en que esa prima es arbitraria, a lo cual el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que debería ser parecida a la tasa neutral. El señor Pablo García agrega que hay una prima por riesgo soberano que entra y hay una prima que se puede vincular a la posición externa neta.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán prosigue, recordando que la prima de largo plazo a la cual se llegaba no tenía ni un sentido y que tendría que ser más alta que la actual. Señala desconocer por qué la prima tendría que ser más alta cuando el crecimiento es mayor. En otras palabras, indica que si la tasa neutral tiene alguna relación con el *Golden Rule*, la tasa neutral en el largo plazo debiera ser, *grosso modo*, la tasa de crecimiento más la meta de inflación, aproximadamente, es decir, que mientras más crezca la economía, más alta debe ser la tasa neutral de largo plazo para una misma meta de inflación y, por lo tanto, mayor la prima para que el tipo de cambio real sea constante.

El Presidente señor José De Gregorio señala que entendería que se tiene una tasa de interés de equilibrio, que debe ser coherente con la *Golden Rule*, y, además, una tasa de interés internacional de largo plazo. Hace presente que como ambas tasas no son iguales, la diferencia es una prima de riesgo, que tiene constantes de ajuste. Indica que esa prima, que es muy distinta de la prima de riesgo, hace coherente una tasa natural con una tasa internacional que uno puede calificar de sensata, y que con ambas tasas y con las tasas largas de interés, se puede tener toda la dinámica del tipo de cambio.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán hace la salvedad que solo estaba solicitando un gráfico con la curva *forward* de tasas de política monetaria para las principales economías del mundo a un horizonte mayor. No obstante, estima necesario recordar algo que ha manifestado reiteradamente, y es que desconoce el microfundamento de la prima antedicha, esto es, de dónde se obtiene esa prima.

El Presidente señor José De Gregorio precisa que ello se denomina *perfect capital mobility* y que por algo no hay convergencia de tasas. El Consejero señor Sebastián Claro agrega que implica decir que, en el largo plazo, la expectativa de variación del tipo de cambio real es cero. El Gerente de División Estudios señor Pablo García, en tanto, señala que hay un supuesto más profundo, que si se cree que durante los próximos sesenta años la economía chilena va a crecer sistemáticamente más que el promedio del mundo, algo se debe hacer para que la tasa sea más alta. El señor José De Gregorio indica que se necesita una tasa doméstica real más alta y una prima que calce con ello.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que desde que la economía chilena es una economía abierta y ha empezado a crecer más, el tipo de cambio se aprecia de una manera que culmina, finalmente, en algún problema de vulnerabilidad externa, agregando que ello ha sido sistemático desde el año 1981 en adelante y que, antes de esa fecha, todas las crisis detonaron por el lado de la balanza de pagos.

Asimismo, expresa que para fundar su voto, le gustaría contar con el gráfico solicitado, ya que, a juicio del Banco, si la inflación es mayor, hay que subir la tasa y se llega siempre al mismo *steady state*, independientemente de lo que acontece en el resto del mundo, lo que, en su opinión, no puede ser. Hace la salvedad que está exagerando el punto, por cuanto sabe que en el modelo se tiene alguna sensibilidad a las tasas de interés externas, pero más bien en el corto plazo, esto es, en el primer año, porque después siempre se tiende a converger el equilibrio.



El señor Pablo García indica que el diferencial de tasa a dos años entre Chile y Estados Unidos, ajustado por riesgo, era de 150 en marzo – abril, y que desde julio o agosto está en 300.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán prosigue, reiterando que, en atención a que esa misma tasa de largo plazo puede ser con tasas de corto plazo muy bajas, que después se normalizan, o que van a ser permanentemente bajas, a un nivel algo mayor que el punto de partida del ejemplo anterior, lo más fácil es hacerlo con *forward*, porque ahí se tiene la historia paso a paso.

El Consejero señor Sebastián Claro expresa que le parece muy razonable lo solicitado por el señor Vicepresidente, por cuanto es una aclaración metodológica respecto de por qué se asume que todo este diferencial de tasas en el largo plazo se ajusta mediante una prima y no vía expectativas de tipo de cambio real a largo plazo. Agrega que se tienen dos maneras de explicar ese diferencial y que se está asumiendo solo una y no la otra, por lo que estima que tener una discusión en esa dimensión puede ser bastante clarificador. Declara que, en su caso, no le queda claro, por qué se debe considerar una y no la segunda.

El señor Pablo García explica que, en el fondo, para llegar a ello se ha adoptado un acuerdo, en el cual hay un nivel de tipo de cambio real de largo plazo al cual se converge, que es constante. Añade que no se ha discutido si el Consejo quiere tener un tipo de cambio real de largo plazo que tenga tendencia.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que no existe una respuesta no profesional, a no ser que se piense que los costos de ajuste o el tema del capital humano, que son absolutamente internos, tenga alguna relación con la tasa de interés internacional. Indica que es por ello que, frente a distintas tasas de interés internacionales, no puede ser que sean esos factores intrínsecamente internos los que expliquen la diferencia respecto de esa tasa de interés internacional. Manifiesta que como el escenario internacional futuro, durante todo el horizonte de proyección, es con tasas de interés internacionales bajas, mucho menores que lo que ha tocado observar en el pasado, no puede ser indiferente a lo que el Consejo tenga que decidir respecto de la política económica.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que si las tasas en el mundo son bajas y van a permanecer bajas por unos años, está fuera de discusión que lo más probable es que las tasas neutrales para esos años en todo el mundo, incluido Chile, sean también más bajas.

El Vicepresidente señor Marfán Manuel recuerda que para el IPoM pasado solicitó que se pudiera hacer un ejercicio en el cual las convergencias se postergaran, precisamente para tomar en cuenta ese tema. Añade que, revisando los gráficos, se ve que las convergencias de los tipos de cambio empiezan a ocurrir durante el horizonte de política. Para finalizar, manifiesta que esta materia debe ser aclarada y que, en su opinión, se le debe dar la mayor importancia para efectos del juicio del Consejo en adelante.

El Presidente señor José De Gregorio expresa que esta discusión es muy provechosa, porque se van levantando las inquietudes oportunamente y no durante la semana previa a la publicación de un IPoM. Indica que a estos temas relacionados con tasas de interés, tipo de cambio, tendencias, agregaría la historia de diferenciales de tasa, porque hoy día están en su rango histórico de 3 – 4 puntos en todo el mundo, cuando lo normal ha sido crecer mucho menos. Sugiere, en consecuencia, revisar estos órdenes de magnitud para entender este fenómeno, que, de todas maneras, se deberá enfrentar en algún momento.

El Presidente señor José De Gregorio da por concluido este valioso análisis y, a continuación, concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto para que presente el escenario interno.



El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto inicia su exposición, precisando que, en materia de actividad, el Imacec alcanzó a 7,1% en julio. Señala que, a nivel sectorial, se observa un cierto freno en el ritmo de recuperación que venían registrando los sectores manufactureros más afectados por el terremoto. Comenta que las exportaciones, si bien presentan un cierto dinamismo, todavía están en niveles por debajo del alcanzado en febrero, y que también se observa algo de mayor movimiento en indicadores parciales de construcción, como las ventas de cemento y de materiales, pero en un contexto en el que las ventas de viviendas aún siguen deprimidas. De hecho, menciona que el propio gremio de la construcción ajustó a la baja sus perspectivas de crecimiento para este año, desde 8,9 a 6,9%, superior, en todo caso, al 4,5% proyectado por el Banco para ese sector.

En cuanto al comercio, destaca que en julio retomó el dinamismo que había perdido en junio, lo que es coherente con la hipótesis del abultamiento. Explica que esta se reflejó más claramente en las ventas de materiales de construcción, que aumentaron de manera significativa con posterioridad al terremoto y luego disminuyeron, pero también en otras líneas, como grandes tiendas y vestuario, donde hubo un abultamiento mayor, que luego retrocedió en junio y está retomando ahora un cierto dinamismo.

El señor Claudio Soto indica que, en términos generales, las expectativas siguen optimistas, pero con algunas diferencias sectoriales. Informa que en el sector construcción, se sitúan aún en un terreno pesimista, pero que han mejorado, en línea con la recuperación de algunos indicadores parciales del sector ya comentado, y que en el sector industria, en tanto, las perspectivas son ahora algo menos optimistas por dos razones, fundamentalmente. Señala que la primera dice relación con la percepción de la demanda actual del sector industrial, que puede estar ligada a la percepción de demanda externa de este sector; y la segunda, que se refiere a la situación de los inventarios, cuyo nivel, que impulsaba el indicador de confianza al alza, está ahora muy por debajo de lo considerado adecuado, en un terreno neutral.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta por el porcentaje del sector construcción que corresponde a vivienda, a lo cual el señor Soto responde que una mitad corresponde a vivienda y la otra a obras de ingeniería.

El Consejero señor Sebastián Claro hace notar que, en el fondo, se está haciendo descansar el crecimiento para el año 2011 en un dinamismo mayor de la construcción, lo que, en su opinión, genera dudas, por el *stock* actual de viviendas, que supera el promedio histórico en Santiago, el número de meses para agotar vivienda y el nulo dinamismo que exhibe la construcción de viviendas. Plantea, en consecuencia, que si el crecimiento en el rubro construcción es parejo entre vivienda y obras de ingeniería, entonces la pregunta que surge es cuánto tienen que crecer las obras de ingeniería para que el sector construcción aporte significativamente al crecimiento del PIB.

El Gerente de Análisis Macroeconómico aclara que no todo el crecimiento del próximo año se explicaría por construcción, sino que solo el 15%, aproximadamente, que, en todo caso, es alto comparado con lo que se contempla para este año. El Presidente señor José De Gregorio indica que la percepción del Consejero señor Sebastián Claro apunta más a la ciudad Santiago y que se debe considerar también la reconstrucción en las regiones más afectadas por el terremoto.

El señor Claudio Soto agrega que, de acuerdo con lo que se conoce del catastro de infraestructura destruida por el terremoto y del paquete fiscal anunciado y su ejecución, se podría anticipar que las inversiones en infraestructura, en obras en general y en vivienda serán significativas. El Asesor del Ministro de Hacienda señor Rodrigo Cerda comenta que ese Ministerio también ha estado analizando el sector construcción con cierta preocupación, por cuanto la percepción es que la ejecución presupuestaria no ha sido tan fuerte, lo que podría



comenzar a tener un impacto en dicho sector. Además, sostiene que es la inversión privada la que está paralizada por el momento.

El Presidente señor José De Gregorio señala que la inversión privada ligada a la reconstrucción la que estaría paralizada, y consulta por la forma como se contabiliza la inversión en casas o viviendas sociales. El señor Claudio Soto explica que opera a través de subsidios. Al respecto, informa que un alto porcentaje de ellos no habría sido utilizado por sus beneficiarios, por lo que una vez que comiencen a ser usados más intensivamente, es probable que la venta de viviendas aumente de manera significativa.

El Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta tener la sensación que la inversión pública está detenida. Menciona que en materia de ejecución del presupuesto de este año, el crecimiento del gasto público total a julio alcanza a 3,7%, en promedio, lo que no solo tiene incidencia en las proyecciones del Banco, sino que se desconoce si se podrá seguir asumiendo que va a aumentar 9% este año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, haciendo presente que se observa cierta moderación en el margen en los indicadores del comercio. A título ejemplar, señala que tanto las importaciones de bienes de consumo como el índice de ventas de comercio del INE muestran cierta moderación, lo que también es coherente con la hipótesis del abultamiento, esto es, que hubo mucho consumo luego del terremoto, que tendió a normalizarse y suavizarse posteriormente.

El Gerente aludido se refiere a continuación a un indicador, específicamente a la razón entre las ventas y las importaciones de bienes de consumo. Destaca que este aumentó significativamente durante la crisis, porque disminuyó el consumo de bienes durables, en su mayoría importados, dando cuenta de un cambio en la composición del consumo. Agrega que ahora está retornando a niveles más coherentes con los observados a fines del 2008.

El Consejero señor Rodrigo Vergara solicita que se explique el gráfico sobre importaciones de bienes de consumo. El señor Claudio Soto indica que cada punto corresponde a la proyección que se tendría para el mes si se consideran los datos de comercio exterior de OLAP, que son de frecuencia semanal, y que permiten hacer un seguimiento más fino de lo que acontece con el sector externo. Precisa que los distintos puntos muestran la volatilidad de los datos semanales, que hacen cambiar bastante el diagnóstico del mes porque permiten, de alguna manera, observar algunos perfiles o tendencias. A modo ejemplar, manifiesta que si se hubiera seguido el modelo de proyección a partir lo que ocurrió durante las primeras semanas de abril, cuando las importaciones aumentaron significativamente, se habría proyectado un crecimiento importante de las importaciones; sin embargo, ello se normalizó posteriormente, reflejando, de alguna manera, el efecto de abultamiento que hubo en el mes.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta por la sigla IVCM, a lo cual el señor Claudio Soto responde que se trata de un índice de ventas de bienes de consumo, nacionales e importados, que construye el INE. El señor Presidente colige, entonces, que este es un *proxy* para consumo sobre consumo importado, añadiendo que, durante la crisis, este último disminuyó significativamente, lo que se asocia a una caída de bienes de consumo durables. El señor Soto señala que el señor Presidente está en lo cierto y se refiere específicamente a los automóviles, precisando que este índice se ha recuperado y que resulta ser, de alguna manera, una suerte de espejo de lo que ocurre con la venta de automóviles.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, haciendo mención a las inversiones, en general, y a aquellas en maquinarias y equipos, en particular. Destaca que también se observa el efecto abultamiento de muchas importaciones con posterioridad al terremoto. Agrega que, aunque han retrocedido, su nivel actual es elevado en términos históricos.



Respecto de la percepción sobre los inventarios, informa que el sector comercio percibe que estarían en línea con los niveles deseados, mientras que el sector industrial estima que aún están por debajo de ese nivel, si bien reconoce que se han recuperado luego de la destrucción sufrida con motivo del terremoto. Hace notar la importancia de esto en relación con la proyección sobre la acumulación de existencias de aquí a fin de año, ya que al tercer trimestre aún se tiene una fuerte acumulación, pero que ya hacia el cuarto debería estar en niveles más normales.

El señor Claudio Soto destaca que la proyección de crecimiento no ha cambiado desde el último IPoM, situándose en 5,4% y reflejando una corrección importante al alza respecto de lo estimado en agosto. Añade que desde la última RPM se han conocido las cifras definitivas de crecimiento del primer trimestre, que dieron cuenta de un cambio; que se conoció también la cifra del segundo trimestre y que, además, se publicó el Imacec de julio, que sorprendió al alza. Precisa que todo ello está incorporado en el nuevo escenario que lleva a corregir al alza la proyección, y que es coherente, además, con una demanda interna que crecería bastante, alcanzando una variación real anual de 16,1%.

El señor Claudio Soto reitera que, en relación con los inventarios, aún se observa una acumulación importante en el tercer trimestre, por lo que si bien se percibe que están cerca de los niveles adecuados, se sabe que el promedio histórico es mayor. No obstante, indica que hacia el cuarto trimestre deberían converger a niveles más normales, esto es, en torno a 1% del PIB.

El señor Soto se refiere luego a un gráfico en el que se reconstruyó un *stock* hipotético de inventarios. Señala que el *stock* de inventarios como fracción del PIB se estacionaría algo por debajo del promedio histórico. Al respecto, hace el alcance que se desconoce cuánto *stock* se perdió con motivo del terremoto, por lo que se supuso que la pérdida alcanzó a 10%, que corresponde a la distancia del nivel óptimo en la que se encontraban los empresarios al momento de responder en la encuesta.

El señor Claudio Soto continúa, subrayando que el escenario de crecimiento de 5,4% para el año podría estar algo sesgado a la baja, dado una serie de supuestos alternativos que podrían considerarse. Indica que el dato mes a mes de julio, de 1,3%, se corregirá cuando se conozcan los próximos Imacec. Agrega que si se toma ese dato desestacionalizado y se hacen algunos ejercicios de variación mes a mes de aquí a fin de año para distintos rangos de variación mensual, se obtienen rangos de valores para el cierre del año anual por sobre el 5,4% precitado.

El Presidente señor José De Gregorio colige que para alcanzar un crecimiento de 5,4% en el año 2010, se requiere que durante el último cuatrimestre, todos los meses registren una variación mensual de 0,2%, esto es, de 2,4% en términos anuales.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García explica que el diagnóstico del IPoM supuso que lo ocurrido en julio tuvo componentes excepcionales. Hace presente que es muy importante considerar que si ello no se revierte y si el crecimiento continúa aumentando a 0,6% mes con mes, la actividad del año se ubicará más cerca de 6%.

El Consejero señor Rodrigo Vergara comenta que el mercado espera un crecimiento de 6,8% anual en agosto. El señor Soto anticipa que el Banco estima que será de 7,8% y que, en ese sentido, las perspectivas del mercado no están muy desalineadas. Advierte, eso sí, que en septiembre se tendrá el efecto de los días feriados, por lo que el crecimiento sería más cercano a 6%.



Finalmente, y respecto del encuadre de corto plazo, indica que se proyecta que la cuenta corriente finalizaría el año con un déficit de -1,1%, el que se generaría recién a partir del segundo semestre. Agrega que un ejercicio muy sencillo, de suponer que el precio del cobre *spot*, de US\$ 3,45 la libra, aproximadamente, se mantiene de aquí a fin año, da como resultado que este déficit se reduce a 0,8% del PIB.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala, a continuación, que la tasa de desempleo disminuyó, alcanzando a 8,3% en julio, mientras que la tasa desestacionalizada no supera el 8%. Destaca que se observa un panorama de fuerte crecimiento del empleo por cuenta propia y también del asalariado, pero con alguna heterogeneidad sectorial, por cuanto se advierte bastante crecimiento en comercio, servicios y construcción, y uno menor en el sector de recursos naturales.

El señor Claudio Soto hace presente que el INE publicó tasas de variación anual del empleo hasta el mes pasado, no así este mes, e informa que personeros de ese organismo señalan no confiar mucho en la serie de referencia, por lo que esas tasas no serían muy fidedignas.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán recalca que se insistió mucho en que hubiera continuidad para contar, precisamente, con una base de referencia. El Gerente de División Estadísticas comenta que fue un proyecto que se tuvo varios años atrás. El señor Claudio Soto agrega que recién en marzo de 2011, el INE va a tener una serie de variación anual.

El señor Soto continúa, indicando que, en algunos casos, el panorama no cambia significativamente. A modo de ejemplo, menciona que en el sector construcción se observa que si se empalman las variaciones mensuales a partir de marzo con la serie vieja y se utiliza la serie de referencia, la tasa de crecimiento anual supera el 10% y no cambia mayormente respecto de los meses previos. Agrega que en industria se ve un perfil de recuperación en ambos casos, pero que los niveles de las tasas de crecimiento son muy distintos. En el caso del comercio, comenta que si se utilizaran las tasas de referencia, el crecimiento sería muy elevado. Destaca que sí hay una diferencia muy relevante en el caso de agricultura y pesca, un sector que hoy día interesa monitorear algo más de cerca, porque el diagnóstico sí es bastante opuesto. Hace presente que si se ocupa la serie de referencia, se tiene un crecimiento muy dinámico interanual, pero si se hacen los empalmes, las tasas de crecimiento estarían decayendo un año antes.

En materia de salarios, el señor Claudio Soto precisa que no solo están creciendo en torno a 3% en términos reales, sino que su incremento ha sido bastante estable en los últimos meses. Agrega que, considerando la serie de referencia, su variación anual supera el 4% y la mensual entre 0,4 y 0,6%, aproximadamente.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si también existen dudas respecto del empalme de estas series. El señor Soto informa que, en este caso, el INE declara tener mayor confianza en la serie de referencia que levantó y que es por ello que ha publicado estas variaciones en doce meses.

En cuanto a los salarios, el señor Claudio Soto señala que en marzo comenzó la nueva encuesta y que, desde entonces, han crecido entre 2 y 2,4%, según si se utiliza el IREM o el costo de la mano de obra. Añade el IPC ha variado entre 1 y 1,5%, aproximadamente, en igual período, por lo que el aumento de los salarios sería de 1% en términos reales.

Al continuar, el Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere a la inflación, mencionando que el IPC de agosto sorprendió a la baja, ya que alcanzó a -0,1%.



Respecto de lo proyectado, informa que hubo sorpresas, siendo las tres más importantes las relativas a vestuario, tarifas eléctricas y frutas y verduras. En cuanto a estas últimas, explica que en la proyección se había incorporado el supuesto que las heladas podrían tener un impacto en sus precios, que no se materializó, por lo que se cambiará la trayectoria futura de este componente del IPC en la proyección. En relación con las tarifas eléctricas, por un lado hace presente que se está en la fase de entender el proceso de fijación tarifaria y, por el otro, que hubo una sorpresa al alza y que se dispone de antecedentes adicionales sobre los costos marginales de la generación eléctrica, que hacer prever alzas de mayor magnitud.

El señor Claudio Soto informa que para la proyección, y respecto de lo que contemplaba el IPoM reciente, se está considerando un tipo de cambio más bajo, lo que lleva a corregir a la baja la trayectoria de gasolinas. Añade que la trayectoria de precios de frutas y verduras también contempla menores variaciones mensuales y anuales, dado que no se estaría materializando el efecto de las heladas.

En cuanto a vestuario, manifiesta que, en el año 2009, todos los productos asociados a prendas de vestir exhibieron fuertes alzas en el mes de agosto por el cambio de estación, las que no se repitieron este año. Hace presente que la serie histórica que se reconstruyó indica que este aumento de precios se registraba habitualmente en septiembre, por lo que se espera que se materialice este mes, dado, además, que no ocurrió en agosto. Agrega que, en adelante, estos precios deberían disminuir, siguiendo la tendencia que se ha observado en los últimos meses.

El señor Soto se refiere luego a una trayectoria de precios de vestuario en la que se incluye a Chile y a otras economías, destacando que la caída del nivel de precios es mucho más significativa en nuestro país, como también lo es en términos relativos. Asimismo, subraya que en la proyección de corto plazo, se observan nuevas disminuciones.

Respecto de los cigarrillos, el Gerente aludido recalca que se mantiene el supuesto del IPoM, esto es, que habrá un aumento adicional de 21% de aquí a diciembre. Indica que el *timing* para ello es bastante lineal a partir de este mes en adelante.

En cuanto a la electricidad, señala que en el margen se observa un aumento relevante en los costos marginales de generación, así como en los costos de distribución, que hacen suponer un alza relevante de su precio respecto de lo contemplado en el último IPoM. A consultas del señor Presidente, responde que el mayor precio es el resultado de una caída en la generación hidráulica. En cuanto al cambio desde el último IPoM, informa que se deben a indexaciones y reliquidaciones. Explica que el INE, para levantar los precios y efectuar la medición, solicita a Chilectra o a distintas empresas distribuidoras que coticen una boleta tipo, desconociéndose la forma precisa como la valoriza, por lo que no se entiende exactamente qué elementos están detrás de la sorpresa. Comenta que sí se sabe que ha habido indexaciones por alzas pasadas, que demoraron en ser incluidas, y que han sido acompañadas de algunas reliquidaciones.

Para resumir, señala que lo concreto es que en noviembre se fijará el precio de nudo sobre la base de costos marginales más altos, lo que explicaría un aumento de su precio y, por lo tanto, de las tarifas eléctricas en general.

El Consejero señor Enrique Marshall recuerda que en una Sesión anterior, durante la elaboración del IPoM, se comentó que los costos iban a seguir bajando y que el valor agregado iba a seguir subiendo. Dado que se está generando menos agua, consulta cuál es el efecto de ello.



El señor Claudio Soto menciona que con ocasión del IPoM se discutió una tendencia de mediano plazo, en que los costos marginales disminuirían en algún momento. No obstante, indica que ella tiene oscilaciones de corto plazo por la matriz energética, específicamente por la forma como se considera el agua *versus* otros elementos.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que eso también puede afectar la generación de gas. Sobre el particular, el Gerente de División Estudios señala que se debe considerar que hay un fenómeno más estructural, que es la entrada del gas, que ha tenido un efecto muy fuerte en el valor agregado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que le preocupa el tema de la valorización de la boleta del INE, porque no se puede colegir si las alzas son permanentes o transitorias, y si se revierten o no.

El señor Claudio Soto responde que se está en conocimiento de que hay reliquidaciones y indexaciones que afectan, precisando que las indexaciones son transitorias y que las reliquidaciones ocurren, porque las fijaciones de precios entran en vigencia con posterioridad al momento en que se negocia el precio. Enfatiza que se sabe que ello genera vaivenes, e informa que se manejan órdenes de magnitud al respecto. En todo caso, admite que sorprende el precio mismo que entrega la boleta.

Hace presente que sobre la base de lo expuesto, se corregiría la proyección del IPC a diciembre desde un 3,9%, contemplado en el IPoM y antes de conocer el dato de IPC, a 3,7%. En adelante, destaca que el vestuario sería el único componente del IPC que tendría aún una incidencia negativa en la inflación interanual, ya que el resto de los componentes deberían tener contribuciones positivas hacia el término del horizonte.

Respecto del mercado y, específicamente, de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), el señor Gerente menciona que, para septiembre, el Banco estima un 0,6% para el IPC total, mientras que la EEE, un 0,4%. Añade que también se tienen diferencias para octubre y para el cierre de la inflación del año, por cuanto la EEE anticipa un 3,3% a diciembre y el Banco, un 3,7%.

El señor Claudio Soto señala que se trató de explorar de dónde podrían provenir estas diferencias. Informa que quienes responden la EEE no son explícitos en el detalle de la proyección y no dicen cómo ven cada componente, pero que sí ha llamado la atención que no han estado en la discusión pública las posibles alzas del precio de los cigarrillos por la fijación del impuesto, como tampoco los cambios estacionales en vestuario que, en algún momento, deberían reflejarse en los precios. Explica que se llevaron a cabo tres ejercicios para determinar en qué medida varía la proyección del Banco ante distintos siguientes escenarios. Señala que el primero, en que se excluyeron las alzas de cigarrillos de aquí al término del horizonte, arrojó una variación de 3,4% a diciembre; que el segundo, en que no se consideró el alza del vestuario de septiembre por razones de estacionalidad, pero que sí incluyó el alza de precios de los cigarrillos, también dio como resultado un 3,4%; y que el tercero, en que se excluyeron ambos elementos, reveló que se llegaría a una proyección de 3,2%, muy en línea con lo que tenía el mercado. Supone, entonces, que esos dos elementos, de alguna manera, podrían explicar las diferencias.

El señor Claudio Soto hace notar que los supuestos utilizados son bastante acuciosos, si bien advierte que el alza en vestuario por la estacionalidad podría no materializarse. Señala, asimismo, que el alza de 40% en el precio de los cigarrillos responde a una declaración de la distribuidora de tabacos, pero que solo ha alcanzado a 15%, por lo que si bien hay antecedentes para pensar que los supuestos son razonables, hay elementos de riesgo.



Respecto del mercado financiero, el señor Claudio Soto indica que quizás lo más relevante después IPoM ha sido el aumento en las tasas *swap* y de las tasas en UF. Añade que las tasas *swap* habían venido cayendo desde la última RPM, probablemente en línea con lo que estaba ocurriendo con el tipo de cambio; sin embargo, las tasas subieron después del IPoM hasta niveles parecidos a los observados en la RPM anterior. Señala, además, que las tasas en UF habían estado subiendo desde la última RPM y registraron un aumento adicional con posterioridad al IPoM, que coincide con el dato de inflación, por lo que no es claro si el alza es atribuible al IPoM o a este último dato.

En cuanto a las tasas de las colocaciones, manifiesta que se han incrementado respecto del cierre de agosto. Detalla que la tendencia es plana en el caso de las tasas de consumo, mientras que la de las tasas de colocación comerciales es algo más clara al alza respecto de los últimos meses.

En relación con las colocaciones, destaca el repunte bastante sólido de las tasas de crecimiento de las colocaciones de consumo y las perspectivas de aumentos adicionales en los próximos meses. Menciona que las tasas de crecimiento de los créditos comerciales, en cambio, que aumentaron significativamente a comienzos de año, se han mantenido en torno a 5% desde algunos meses a la fecha, bastante por debajo de las observadas antes de la crisis.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que un argumento de carácter más bien cualitativo que explicaría el estancamiento de los créditos comerciales, plantea que la empresas tienen mucha liquidez y que parte del dinamismo de la inversión se está financiando principalmente con utilidades retenidas. Agrega que en Estados Unidos estaría ocurriendo lo mismo, por lo que las empresas no enfrentarían restricciones a la hora de tomar una decisión de inversión.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que para las empresas, la primera fuente de financiamiento para sus proyectos de inversión es la reinversión de utilidades, porque es la más barata por razones tributarias. Indica que le sigue el endeudamiento y la emisión de bonos, por lo que para el proyecto marginal, la tasa de interés sí es relevante en el margen.

El Gerente de Análisis Macroeconómico continúa, destacando que el tipo de cambio se ha apreciado con fuerza desde la última RPM. Sin embargo, indica que las medidas que se construyen con algunos índices de precios para las exportaciones o para las importaciones, dan cuenta, en general, de movimientos a la baja. Agrega que, a pesar de que ha habido una apreciación importante, se observa que el tipo de cambio real para los sectores exportadores aún supera el registrado a fines del año pasado, lo mismo si se excluye el cobre o los sectores industriales. Señala, asimismo, que el tipo de cambio está claramente mucho más apreciado en términos históricos en el caso de las importaciones, lo que se asocia al precio de las importaciones, que ha estado cayendo de manera sistemática en el tiempo.

Dentro del agro, hace notar que se observa bastante heterogeneidad, ya que en las frutas y el vino sí se aprecia una caída fuerte en los precios relativos, mientras que en el agro en su conjunto todavía no se ven tan apreciados como a fines del año pasado.

El señor Claudio Soto hace presente que si se consideran otras medidas de tipo de cambio real, como las que tienen el BIS o el Fondo Monetario, que difieren, por ejemplo, en los ponderadores que utilizan para construir el índice de precios externo relevante, se puede advertir un panorama similar al que construye el Banco. Agrega que en el caso del Banco, si se considera, además, la competencia en terceros mercados, que modifica en algo los ponderadores, el diagnóstico no cambia de manera importante respecto de los movimientos mensuales de esta variable. Comenta también que la apreciación nominal del peso ha coincidido con el aumento adicional del precio del cobre y con los movimientos en la posición NDF.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 160

16.09.2010

17.-

A continuación, el señor Claudio Soto se refiere al modelo tradicional que la Gerencia a su cargo utiliza para explicar lo que ha acontecido con los movimientos del tipo de cambio. Al respecto, precisa que, desde enero, este se ha depreciado y está en un nivel similar al registrado justo antes de que se publicara la Circular de la Superintendencia de Fondos de Pensiones, que generó un movimiento de salida y, por ende, una depreciación. Por lo tanto, señala que el modelo no tiene mucho que revelar respecto de enero y que los movimientos posteriores se podrían explicar, de alguna manera, si es que se consideran los cambios en la posición NDF.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que el modelo habitual tiene un residuo significativo y que, probablemente, son los flujos relacionados con las AFP los que se han compensado con los movimientos desde enero y más que compensado con un movimiento NDF en los últimos meses.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán solicita que se aclare la posición NDF.

El señor Claudio Soto indica que si se observan los residuos en los dos modelos, el habitual y el habitual con flujos, no es evidente que se pudiera pensar que el tipo de cambio está desalineado si no considera la posición NDF. Señala que hay un residuo a largo plazo, que es negativo, que está por debajo de la banda de confianza, y que si se considera la posición NDF en el modelo, se pueden explicar los movimientos del tipo de cambio, por lo que la evidencia respecto del grado de desalineamiento resulta ser ambiguo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, destacando que la bolsa ha seguido creciendo con fuerza, ya que ha registrado un alza de 10% desde la última RPM y también ha aumentado con fuerza respecto de las bolsas regionales.

El Presidente señor José De Gregorio pregunta por las bolsas que han experimentado las mayores alzas en moneda local. El señor Claudio Soto responde que la bolsa chilena ha aumentado 40% en lo que va corrido del año y que aquellas que la siguen registran un alza algo superior a 20%.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta por la contribución de las AFP a ese aumento, a lo cual el Gerente de Estabilidad Financiera señor Luis Opazo responde que su aporte no es significativo, del orden de 80 millones de dólares mensuales, debido a que las inversiones de los fondos de pensiones están topadas en renta variable.

En lo relativo al crecimiento de los agregados monetarios, el señor Claudio Soto indica que se observa un descenso en las velocidades, más bien en línea con lo predicho por los fundamentales.

En materia de expectativas de crecimiento, precisa que están en 5,3% para el año 2010 y en 6% para el 2011, completamente alineadas con el IPoM.

Hace presente que las expectativas para la inflación presentan bastante volatilidad, pero continúan en el horizonte de política, esto es, en torno a 3%, y que si se las mide con los bonos o con los swaps, se atenúa el sesgo observado en un momento. Agrega que en cuanto a la inflación a dos años, hubo una mayor cantidad de personas que estimó que podría superar el 3%, pero que ahora son menos quienes lo piensan.

En relación con las perspectivas para el tipo de cambio, destaca que el mercado local espera una depreciación gradual del peso.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 160

16.09.2010

18.-

Para finalizar, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que para esta RPM se espera, mayoritariamente, un aumento de 50 puntos base de la TPM. Agrega que la curva *forward* y la *forward* que se podría computar con los *swaps* se empujan respecto del último IPoM.

No habiendo comentarios, el Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de Análisis Macroeconómico, suspende la Sesión a las 13:20 horas e informa que la misma se reanuda a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, el Presidente señor José De Gregorio reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 160. Hace presente que esta es la última Sesión a la que el señor Pablo García asiste en calidad de Gerente de División Estudios. Es por esta razón que desea que quede constancia en el Acta el agradecimiento, en nombre del Consejo y del suyo propio, por la contribución que prestó al Banco Central durante largo tiempo, primero como Economista, luego como Gerente y después como Gerente de División Estudios. Manifiesta que, sin duda alguna, parte importante de lo que se ha logrado en el Banco hasta hoy día se ha debido a la gran contribución del señor García.

Asimismo, el Presidente señor José De Gregorio da la bienvenida al señor Luis Óscar Herrera, quien se reincorpora a su casa de origen en el cargo de Gerente de División Estudios a contar del día martes 21 de septiembre próximo.

El Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín se suma a lo expresado por el señor Presidente.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio concede 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 señor Pablo García indica que en su reunión mensual de política monetaria de agosto, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 2,0% anual, y declaró, 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.

A continuación, el señor Pablo García da cuenta de los principales antecedentes desde la última RPM. En primer término, menciona que los mercados financieros internacionales han continuado mostrando volatilidad y que persisten las dudas sobre la situación bancaria en el mundo desarrollado; que no se ha despejado la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación que mostrará la economía de Estados Unidos y que las tasas de interés de largo plazo en las principales zonas económicas se mantienen en niveles reducidos; pero que, con todo, los precios de los productos básicos continúan altos y el precio del trigo volvió a aumentar.

En este contexto, plantea que el dólar se ha tendido a debilitar, tensionando la situación cambiaria en diversas economías, varias de las cuales han adoptado medidas de intervención, entre las que destaca la intervención del Gobierno de Japón para debilitar el yen, siendo la primera en seis años. Menciona que, siguiendo la tendencia global, el peso se ha apreciado desde la última Reunión en torno a 3%, algo menos que 1% respecto de la fecha de divulgación del IPoM, y que la Encuesta de Expectativas considera que una parte relevante de esta apreciación es transitoria.

A nivel local, subraya que las cifras de actividad y demanda sorprendieron al alza, con efectos que se consideran transitorios para llegar al escenario base del IPoM, y que la inflación de agosto estuvo por debajo de lo previsto, debido a factores específicos. Añade que,



luego de la divulgación de dicho Informe, los analistas esperan, de forma casi unánime, un incremento de la TPM de 50 puntos base en esta Reunión y que el mercado *swap* también incorporó expectativas de niveles para la TPM mayores que los implícitos antes del IPoM.

El señor Pablo García expresa que para esta Reunión, la principal consideración es la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de septiembre, los antecedentes coyunturales, así como aspectos tácticos y comunicacionales, los que llevan a considerar que las opciones más plausibles para esta ocasión sean un incremento de 25 o de 50 puntos base.

Hace presente que la estrategia de política monetaria contenida en el último IPoM contemplaba, por un lado, incrementos de la TPM hasta niveles del orden de 5% hacia septiembre del 2011 y un nivel de TPM promedio para el cuarto trimestre de este año de 3%, y que, al igual que en Reuniones pasadas, esta trayectoria considera un perfil cóncavo, es decir, que en algún momento se transitará desde incrementos de 50 puntos base a incrementos de 25 puntos base, para, con posterioridad, realizar pausas en el proceso de normalización. Informa, además, que, tomando literalmente el supuesto de trabajo para las proyecciones, este incluye al menos un incremento adicional de 50 puntos base, por lo que, al igual que el mes pasado, se podría considerar que dicha alternativa es la más plausible.

Por otro lado, manifiesta que los antecedentes coyunturales si bien no son muchos, son relevantes y podrían justificar la adopción de un incremento menor para la TPM. Especial mención hace de las expectativas de inflación de corto plazo del mercado, que reaccionaron a la cifra de inflación del mes de agosto y consideran un panorama de incrementos en el IPC del orden de medio punto por debajo de las proyecciones contempladas en el IPoM. Plantea que si bien es posible que ello se deba a factores específicos que no están bien capturados por las proyecciones privadas, también puede ser que, efectivamente, las presiones inflacionarias que se estén enfrentando sean más reducidas, debido, por ejemplo, a la percepción de que la brecha de capacidad es más amplia o a que las presiones de precios importadas son menores.

Entre estos últimos factores, menciona que es posible que la apreciación cambiaria esté induciendo efectos desinflacionarios superiores a los previstos, o que el mercado anticipe una trayectoria cambiaria de mayor apreciación que la que se recoge de las medidas de expectativas de analistas. Sostiene que, a pesar de que estos aspectos no son evidentes, si efectivamente el tipo de cambio se mantiene más apreciado de manera significativa y persistente con respecto al supuesto de trabajo utilizado para las proyecciones, se pueden deducir menores presiones de precios. Como referencia, señala que el coeficiente de traspaso de un movimiento cambiario persistente a inflación es del orden de 20 a 30% a dos años plazo, todo lo demás constante.

El señor Pablo García continúa, haciendo presente que por el lado de las perspectivas de actividad y demanda, el escenario contemplado en el IPoM tiene implícita una desaceleración en los próximos meses, luego de la fuerte expansión del segundo trimestre. Al respecto, informa que no se dispone aún de elementos que permitan calificar si dicho escenario está desarrollándose dentro de lo previsto, pero que ciertamente existe el riesgo de que la actividad y la demanda continúen con la dinámica previa, por sobre lo proyectado.

Desde el punto de vista táctico y comunicacional, destaca que hay dos aspectos que son relevantes. Por un lado, expresa que la reciente divulgación del IPoM permitió presentar los contornos generales del escenario macroeconómico de la economía chilena para lo que queda de este año y todo el próximo, lo que motivó a que los analistas y el mercado consideraran, de manera prácticamente unánime, que la TPM se incrementará en 50 puntos base en esta Reunión. A su juicio, como no es mucha la información coyuntural disponible en esta ocasión, respecto de la que se tenía al momento de elaborar dicho Informe, una decisión de política distinta de la esperada por el mercado señalaría con bastante intensidad el peso relativo que el Consejo le da a la escasa información nueva. Por otro lado, y para finalizar, hace



presente que en las próximas semanas se conocerá el escenario fiscal planteado por la Autoridad para los próximos años, información que es relevante para evaluar el grado de estímulo que la política fiscal le imprimirá a la economía en el curso del año 2011, permitiendo, además, clarificar al mercado los antecedentes respecto de su forma de financiamiento.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de División Estudios señor Pablo García 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 el escenario inflacionario de corto y mediano plazo aparece cada vez más contenido. Por un lado, destaca que la cifra de inflación de agosto, de -0,1% mensual y de 2,6% en doce meses, sorprendió al mercado a la baja, pues esperaba un alza mensual de 0,2%. Sostiene que si bien el factor fundamental en el resultado del mes fue la disminución del impuesto de timbres y estampillas desde 1,2 a 0,6%, también los factores que determinan la inflación subyacente parecen estar acotados. De hecho, precisa que el IPCX disminuyó 0,1% mensual, mientras que el IPCX1 registró una variación mensual nula, con lo que las mediciones en doce meses se ubican en 1,9 y -0,5%, respectivamente.

Menciona, asimismo, que, al igual que el mes anterior, aunque la inflación acumulada a agosto es de 2,3%, el IPCX1 lleva acumulado -0,1% en este período, lo que se debe a que los aumentos de precios observados durante los últimos meses han obedecido, esencialmente, a fenómenos puntuales. En consecuencia, indica que las cifras revelan que las presiones inflacionarias se encuentran contenidas.

El señor Felipe Larraín plantea que esta visión parece ser compartida por el mercado. De hecho, hace presente que la Encuesta de Expectativas Económicas de septiembre muestra que las expectativas de inflación continúan dentro del rango de tolerancia del Banco Central y, además, se han ido reduciendo. Así, expresa que la inflación esperada para 2010 pasó a 3,3%, desde 3,6% en la encuesta de agosto, mientras que para 2011 las expectativas se reducen desde 3,3% en la encuesta de agosto a 3,1%. Además, comenta que las expectativas de inflación, usando tasas de mercado BCP y BCU a 5 años, arrojan un valor de 3%.

El señor Felipe Larraín hace notar que cuando se analizan otros factores que deberían incidir en la tasa de inflación de mediano plazo, se observan también señales de moderación en el escenario inflacionario. Por un lado, menciona que el peso se ha apreciado respecto del dólar desde la Reunión de agosto, en línea con la debilidad internacional de la moneda, por lo que este factor contribuirá a disminuir la presión sobre el nivel agregado de precios. Además, manifiesta que, de acuerdo con lo señalado en el último IPoM, el entorno externo se ha vuelto algo más débil, debido a las cifras coyunturales recientes de actividad y mercado laboral, en conjunto con condiciones de inventario más holgadas que en los años 2007 y 2008, lo que debería reflejarse en menores perspectivas de inflación en el mundo. De este modo, señala que se espera que la inflación externa relevante para Chile pase desde un 4,6% en el 2010 a 2,3% en el 2011.

El Ministro de Hacienda indica que otra variable central en la determinación del escenario de mediano plazo es el gasto fiscal. Sobre el particular, informa que, próximamente, se enviará al Congreso la propuesta de Ley de Presupuesto del año 2011 y que, tal como se ha indicado en la prensa, en este proyecto, el gasto fiscal real correspondiente al año 2011 crecerá significativamente menos que el 9% de crecimiento real anunciado para el año 2010. Al respecto, puntualiza dos cosas. En primer lugar, señala que es posible que se revise a la baja la cifra de crecimiento esperado del gasto fiscal de este año. En segundo lugar, afirma que las especulaciones de prensa, que indican que el gasto fiscal crecería el próximo año a una tasa del 7% real, son infundadas. En este sentido, expresa que el programa de gasto apunta a un crecimiento del gasto público inferior a la tasa de expansión del PIB.



El señor Felipe Larraín enfatiza que una preocupación adicional es la dinámica de la actividad económica que se está observando. De hecho, menciona que el Imacec de julio volvió a sorprender al mercado al mostrar un aumento interanual de 7,1%. Sin embargo, hace presente que aún se enfrenta una muy baja base de comparación, aunque dicho efecto se comienza a diluir a partir de agosto y, en particular, la base será más exigente en el último trimestre del año. Sin perjuicio de aquello, estima que la incertidumbre internacional producida por las condiciones fiscales en algunos países europeos comienza, de alguna manera, a diluirse, aunque el problema aún persiste. En ese sentido, menciona que, en Estados Unidos, las cifras muestran un mercado laboral estancado y que los indicadores de actividad de los últimos meses han estado débiles tras una breve recuperación en los primeros meses del año. Con todo, expresa que la materialización de un escenario internacional adverso se ve más lejana que hace unos meses, en un contexto en que los países emergentes van ganando terreno en la escena mundial. No obstante, indica que en caso de verificarse dicho escenario, se pondría en riesgo la recuperación económica de Chile.

En este contexto, anticipa que el Ministerio de Hacienda buscará evitar efectos indeseables de las políticas bajo su control sobre variables como el tipo de cambio, la tasa de interés y la inflación. En este sentido, subraya que la rebaja del impuesto de timbres y estampillas ayudó a aliviar las presiones inflacionarias y generó un efecto concreto sobre las expectativas de inflación, lo que contribuyó a un proceso de normalización de la política monetaria ordenada y sin ajustes bruscos.

Para concluir, el Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín destaca que, como Gobierno, se están realizando esfuerzos importantes para moderar el impulso fiscal, lo que permitirá mantener acotada la inflación, y que, por tanto, cree que lo más adecuado es continuar con el ajuste de la tasa de instancia, pero a una velocidad más moderada.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín y, enseguida, da paso a la votación, cediendo 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, pero que en el margen aparece con algo de mejores perspectivas que hace un mes. Destaca que en Europa, en particular, las noticias son más alentadoras, por cuanto ha habido revisiones al alza en las proyecciones, y que en Estados Unidos el pesimismo ha dado paso a una mayor moderación. Por cierto, advierte que estos estados de ánimo pueden cambiar dramáticamente con nuevas cifras, pero, a su juicio, se ve menos probable una nueva contracción.

En el ámbito interno, menciona que ya no constituye sorpresa el fuerte dinamismo de la actividad y el gasto interno. Además, recalca que las noticias en el mercado laboral siguen siendo auspiciosas, con una fuerte creación de empleos en un ambiente de salarios que crecen con moderación.

En materia de inflación, el señor Rodrigo Vergara indica que el registro de agosto fue menor que lo proyectado, y que las estimaciones del Banco para fin de año se corrigieron marginalmente a la baja en relación con el último IPoM. Agrega que la variación en doce meses del IPCX1, en tanto, sigue siendo negativa. En su opinión, la inflación puede tener ciertos rezagos, por lo que lo natural sería ver mayores presiones de precios en adelante. No obstante, plantea que no se pueden descartar efectos en la dirección opuesta, debido a la apreciación del peso, como tampoco menores presiones como resultado de una brecha del producto superior a la estimada.



El señor Rodrigo Vergara destaca que el tipo de cambio se ha apreciado en términos reales, lo que constituye un hecho relevante que no se debe soslayar. Añade que este se mantiene en los rangos que se consideran de equilibrio de largo plazo, pero, evidentemente, moviéndose hacia la parte inferior de dicho rango, estimando que la fortaleza de la economía en relación con el mundo desarrollado, el mayor precio del cobre y los mayores flujos, entre otras, son razones que estarían relacionadas con esta tendencia. Complementa, puntualizando que la apreciación reduce las presiones inflacionarias y que, en ese sentido, tiene implicancias sobre la política monetaria.

En opinión del Consejero señor Rodrigo Vergara, lo natural en esta oportunidad es seguir con el proceso de normalización de la política monetaria, tal como se ha hecho en los meses previos, como también le parece razonable seguir, por ahora, con el mismo ritmo anterior.

El señor Rodrigo Vergara destaca, a continuación, dos elementos. Por un lado, indica que en la medida que la TPM va subiendo, se aleja cada vez más de los niveles ultra expansivos a los que llegó. Al respecto, plantea que la tasa actual sigue siendo expansiva, pero algo menor, lo que lleva a pensar que cada vez se está más cerca del momento en que el ritmo de normalización se empiece a moderar. Por otro lado, hace presente que, evidentemente, no somos completamente autónomos de lo que sucede en el resto del mundo, y que todo parece indicar que las tasas de interés de los países desarrollados se mantendrán bajas por un buen tiempo, lo que podría asociarse también a tasas neutrales algo menores.

Señala que, tal como lo mencionó precedentemente, las circunstancias indican que lo razonable es seguir en esta ocasión con el proceso de normalización de la política monetaria, la que, reitera, sigue siendo expansiva. Más aún, cree que se debe mantener la señal en cuanto a que, en el escenario base, el proceso de normalización de la política monetaria continuará en los próximos meses, aunque a un ritmo que habrá que ir evaluando a la luz de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Rodrigo Vergara expresa que su voto es por subir la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 2,5%.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, en su opinión, hay tres o cuatro fenómenos que vale la pena tener en cuenta a la hora de evaluar el curso futuro de la política monetaria, que estima que no son determinantes para la decisión de hoy, pero sí son claves o pueden serlo para establecer su curso futuro.

Plantea que en el sector externo, las débiles perspectivas para la recuperación económica en los países desarrollados han continuado desde la última Reunión y que se percibe con mayor nitidez que el proceso de desendeudamiento en hogares y gobiernos tomará tiempo. Por otro lado, menciona que las señales en países en desarrollo han seguido siendo positivas, aunque en algunas economías ya se comienza a notar cierta desaceleración en el crecimiento en el margen. Hace presente que el escenario base con el cual se ha venido trabajando es, por ahora, uno donde los países en desarrollo siguen siendo capaces de mantener un dinamismo importante en los próximos trimestres. Agrega que este desacople es factible porque en muchos países la contracción en la inversión y el consumo fue muy significativa durante la crisis, por lo que hay espacio importante para su recuperación. Sin embargo, se abre, a su juicio, un escenario de incertidumbre importante hacia mediano plazo que, eventualmente, hay que considerar y monitorear.

En este contexto, manifiesta que la recuperación de los países en desarrollo ha estado acompañada de bajos registros de inflación, que es probable que reflejen el impacto del fortalecimiento de sus monedas. Destaca que este fenómeno también se está haciendo más evidente y es coherente con las señales de que los procesos de normalización de la política



monetaria en varios países están en un gradual proceso de finalización, junto con perspectivas de menores tasas en los países desarrollados.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, internamente, la actividad sigue mostrando un dinamismo importante. Sobre el particular, indica que el consumo de durables y la inversión en maquinarias y equipos siguen muy dinámicas, aunque la construcción permanece débil, y que las perspectivas de crecimiento en los próximos trimestres son auspiciosas. Enfatiza que sí es clave en esta dinámica que se materialice el cambio en la composición de la demanda hacia la inversión en construcción y con un mayor impulso externo, subrayando que la rapidez de esta transición es central para las perspectivas futuras de demanda, inflación y política monetaria. Advierte que la mantención de un alto dinamismo del consumo durable representa un riesgo a monitorear, pero que dada su mayor respuesta a variaciones en la parte corta de la estructura de tasas que la inversión, resulta clave para mantener una demanda vigorosa hacia el mediano plazo que este último componente retome un ritmo de crecimiento importante, lo que todavía no se observa.

El señor Sebastián Claro continúa, manifestando que si bien el crédito ha seguido normalizándose, todavía se observa constreñido, tanto por mayores restricciones de los oferentes en algunos segmentos como por sectores donde la demanda se mantiene baja. Menciona que la tasa de crecimiento del M1 ha ido disminuyendo de manera importante, estando ya cerca del 20% nominal en doce meses, y que el crecimiento del M2 y M3 en doce meses se mantiene acotado, en torno al 6 y 7%. A su juicio, estas cifras muestran que el crédito ha comenzado a recuperar un ritmo de normalidad, sin dar muestras de un dinamismo excesivo que pudiera señalar la necesidad de apurar la normalización de la política monetaria, ya que las condiciones actuales parecen descartar esa opción. Agrega que en el mercado laboral continúa un dinamismo importante en la creación de empleo, con remuneraciones nominales creciendo en torno al 4% en doce meses, lo que parece coherente con expectativas de inflación bien comportadas, un crecimiento de la productividad acotada y una tasa de desempleo todavía alta.

En materia de inflación, indica que, en el corto plazo, los registros de inflación siguen sorprendiendo a la baja, citando que el dato de agosto fue menor al esperado. Al respecto, expresa que su interpretación de este fenómeno tiene tres partes. En primer lugar, plantea que los fundamentos sugieren que la inflación, especialmente su componente subyacente, debiera aumentar en los próximos meses, por lo que aun cuando los registros de inflación han sido bajos, la política monetaria debe considerar las perspectivas futuras de inflación, las que son más altas que las actuales. En segundo lugar, hace presente que, al mismo tiempo, muchos países en procesos de recuperación importante han mostrado registros de inflación bajos, lo que sugiere que el impacto de menores presiones inflacionarias externas, ya sea por baja inflación en dólares o por apreciaciones de sus monedas, es importante. Finalmente, indica que en la medida que estas condiciones continúen y que el peso siga en niveles similares a los actuales, la convergencia de la inflación podría ser algo más lenta que lo pronosticado, precisando que las últimas correcciones en las proyecciones de corto plazo son coherentes con aquello.

En opinión del señor Sebastián Claro, estas consideraciones no afectan la decisión de hoy, ya que todavía existe el espacio para llevar la tasa de política monetaria hacia un nivel con tasas reales ex-ante cercanas a cero, pero que sí muestran que la posibilidad de graduar el ritmo de normalización de la política monetaria en el corto plazo es alta.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por subir la tasa en 50 puntos base.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado, e indica que se llega a esta Reunión después de haber concluido muy recientemente la preparación y presentación de un nuevo IPoM, lo que sirve de base para la decisión que se debe tomar en esta ocasión.



El señor Enrique Marshall plantea que en el frente externo, la volatilidad en los mercados financieros no se ha reducido en forma apreciable y que los problemas estructurales que han estado en el origen de estas tensiones siguen presentes. Menciona que si bien las cifras de crecimiento, con marcadas diferencias entre regiones, siguen siendo relevantes, todo apunta a cierta desaceleración en el segundo semestre y en el curso del próximo año. Agrega que los precios de las materias primas permanecen en niveles elevados, pero que con la trayectoria anticipada para la actividad, la inflación a nivel mundial se visualiza baja y acotada. En su opinión, coherente con estos antecedentes, las tasas de largo plazo de los países industrializados se ubican en niveles muy bajos y que lo más probable es que permanezcan en dichos niveles por algún tiempo.

En el frente interno, destaca que la economía sigue mostrando un marcado dinamismo. Al respecto, indica que el último Imacec sorprendió nuevamente al alza y que el impulso proviene, principalmente, de la demanda interna, en que los sectores que exhiben una mayor fuerza son el comercio y los servicios en general, no así la industria y la construcción, que muestran rezagos. Coherente con lo anterior, comenta que el empleo crece en forma apreciable y que la tasa de desocupación disminuye. A su juicio, la demanda debería moderar su expansión en adelante, como ya lo sugieren las cifras más recientes, pero que, con todo, las proyecciones apuntan a que la economía mantendrá un ritmo de crecimiento vigoroso en los próximos trimestres. Añade que las condiciones crediticias se siguen normalizando y parecen brindar apoyo a la expansión de la demanda interna. Sin embargo, señala que persiste alguna incertidumbre sobre la evolución de la actividad en el mediano plazo, por lo que el riesgo de que adquiera una velocidad mayor que la visualizada está presente y debe ser monitoreado con atención.

En materia de inflación, el señor Enrique Marshall hace presente que los registros mensuales siguen afectados por factores puntuales y que la última cifra de inflación sorprendió a la baja, pero más allá de ello, sostiene 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 transitoriamente en la parte superior del rango meta, para luego converger al 3%.

Por el lado de costos, menciona que las presiones parecen bastante acotadas. Agrega que las remuneraciones se expanden moderadamente y que el tipo de cambio permanece afectado por fuerzas apreciativas, que se han intensificado en lo más reciente.

Destaca que la evolución del tipo de cambio constituye un factor de preocupación. Al respecto, manifiesta que si persisten las tendencias observadas, ello podría ubicar al Banco en un escenario distinto del proyectado, con implicancias para la política monetaria.

El señor Enrique Marshall prosigue, indicando que el mercado supone que el proceso de normalización continuará, esperando para esta Reunión un alza de 50 puntos base. En este contexto, estima que lo que corresponde es proseguir con la normalización contemplada en el último IPoM, por cuanto la TPM permanece aún a una distancia apreciable de la tasa neutral.

El Consejero aludido coincide con que las opciones plausibles son un alza de 25 puntos base y una de 50 puntos base. Sin embargo, considera que la opción de un alza de 50 puntos base es la más coherente con el diagnóstico y las señales se han entregado en el último tiempo y, particularmente, con el último Informe.

A su juicio, la opción de un alza de 25 puntos base tiene inconvenientes, ya que sorprendería al mercado y marcaría un cambio respecto de lo anunciado en el IPoM, en circunstancias que ha sido recién presentado. Además, estima que dejaría menos grados de



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 160

16.09.2010

25.-

libertad para revisar el ritmo al cual debe proseguir la normalización de la política monetaria en las próximas reuniones, en función de los antecedentes que se acumulen.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Enrique Marshall vota por subir la TPM en 50 puntos base, para dejarla en 2,5%.

Prosiguiendo con la votación, el Vicepresidente señor Manuel Marfán agradece, como siempre, el análisis del *staff* que, en esta oportunidad, se beneficia también de la actualización del escenario base del reciente IPoM. Señala, asimismo, que hace suyo el listado de antecedentes nuevos respecto de la RPM anterior, contenidos en el punto 2 de la Minuta de Opciones.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán coincide también con la Minuta antedicha, en que las noticias recientes no permiten hacer modificaciones respecto del escenario base del IPoM. Sin embargo, expresa que antes de la próxima RPM se sabrán las respuestas sobre el PIB potencial y el precio del cobre de largo plazo, además del proyecto de Ley de Presupuesto, que deberán ser relevantes para la trayectoria futura de la política monetaria. En ese sentido, agradece las palabras del Ministro de Hacienda por ser, obviamente, quien ha clarificado mucho la discusión pública que ha habido en este respecto.

Así también, manifiesta que hace suyo el párrafo 6 de la Minuta de Opciones, ya que da cuenta de eventuales riesgos de apartarse del escenario base del IPoM, riesgo que, a su juicio, es alto y, por lo tanto, es necesario monitorearlo de manera permanente. En particular, indica que el Banco no tiene antecedentes desde que ha llevado a cabo el tipo de política actual, de un escenario en el que las tasas de interés externas sean tan reducidas y en que se perciba que van a mantenerse reducidas por tanto tiempo, como es la situación actual. Sobre el particular, plantea que está por verse el eventual impacto que esto pueda tener en adelante, especialmente desviaciones de la trayectoria del tipo de cambio respecto del que se ha acordado en el IPoM. Enfatiza que también cree que es relevante seguir monitoreando las eventuales perspectivas del déficit de cuenta corriente a precios de tendencia que, como consecuencia del esfuerzo de reconstrucción posterior al terremoto, se percibe o proyecta que es, transitoriamente, mucho más elevado que lo normal. En su opinión, este es un aspecto que es relevante de seguir muy de cerca ahora, ya que se está en un proceso en que el resto del mundo está haciendo ajustes respecto de los desequilibrios globales, lo que pudiera tener, eventualmente, efectos en las restantes economías.

Sin embargo, y volviendo a lo manifestado en materia de riesgos, plantea que no hay elementos por ahora que hagan que el Consejo se aleje del escenario base del IPoM y, por lo tanto, expresa que el voto que es consistente con ello es el de elevar en 50 puntos base la tasa de política monetaria en esta ocasión.

Por todo lo anterior, el Vicepresidente señor Manuel Marfán vota por subir la TPM en 50 puntos base, para dejarla en 2,5%.

El Presidente señor José De Gregorio señala que el escenario base del último IPoM indica que la economía seguirá creciendo con dinamismo y que el consecuente cierre de brechas debiera ir agregando presiones inflacionarias que es necesario contener. Para ello, hace presente que el escenario base indica que se debiera continuar con la normalización de la tasa de política monetaria y que el ritmo y magnitud de los cambios debiera ir evolucionando de acuerdo con las noticias que se vayan recibiendo y cómo estas van delineando con mayor precisión la evolución de la actividad y precios, por lo que se deberá revisar las noticias más recientes.

En el ámbito externo, hace notar que pareciera que se podría estar enfrentando un panorama con algo mayor crecimiento, mencionando que es posible que Europa crezca este año y el próximo algo por sobre el 1% que, a pesar de ser bajo, sería algo más positivo que



estimaciones previas. En todo caso, plantea que aún persiste un importante nivel de incertidumbre y que los riesgos siguen sesgados a la baja.

En el ámbito interno, destaca que el vigor de la actividad interna continúa. Por otra parte, indica que el último registro de inflación fue algo menor que lo esperado y que el origen de la sorpresa fue fundamentalmente aquella relacionada con la estacionalidad del vestuario, por lo que ello no es una desviación significativa de las proyecciones del IPoM, tal como se señaló cuando se conoció dicha cifra, en conjunto con la presentación del Informe. Asimismo, sostiene que la convergencia de los indicadores subyacentes iría algo más lenta. Por lo tanto, manifiesta que se podría estar configurando un escenario con inflaciones algo más contenidas y con algo más de crecimiento. Precisa que a ello se le debe agregar la apreciación del peso, que supera el 3% desde la última RPM que, de persistir, debiera contribuir a la contención de la inflación y, por lo tanto, debiera ser considerada en las decisiones de política monetaria.

En suma, el Presidente señor José De Gregorio expresa que se podría decir que, en términos generales, los riesgos respecto del escenario base se estarían desplazando en la dirección de más crecimiento y de un tipo de cambio más apreciado. A su juicio, ambas novedades apuntan en distintas direcciones en cuanto a las perspectivas inflacionarias y, por ello, no debiera cambiar sustantivamente el escenario de normalización de la TPM. Enfatiza que ello es particularmente relevante si se considera que la tasa es aún muy baja y que aún es negativa en términos reales, y que, además, es de las más bajas entre las economías emergentes.

En relación con los diferenciales de tasa respecto al resto del mundo, menciona que si bien han aumentado, aún están a niveles normales y muy por debajo de los máximos históricos que se han tenido en muchos otros episodios. Agrega que, obviamente, las implicancias de política monetaria serían muy distintas si hoy día se estuviera con una tasa más alineada con sus niveles neutrales.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio manifiesta que le parece prudente continuar con una alza de la TPM de 50 puntos base y que el comunicado indique que el ritmo de normalización continuará a un ritmo y magnitud que dependerá del flujo de datos que se vaya recibiendo. Hace presente que también es importante que se despeje cualquier duda respecto de que este ritmo continuará mecánicamente, así como lo es evitar la interpretación que el Banco Central de Chile está preparando el terreno para un desvío de esta estrategia, pues podría forzarlo a ir quedando retrasado en el necesario proceso de retiro del estímulo monetario.

En mérito de lo anterior, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

160-01-100916 – 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 50 puntos base, hasta 2,50% 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 2,50% anual.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 160

16.09.2010

27.-

En el ámbito externo, se ha mantenido la volatilidad en los mercados financieros y la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación de la actividad mundial. Los precios de los productos básicos continúan en niveles altos.

En el plano interno, la información de actividad y demanda es la misma que estaba disponible al cierre del Informe de Política Monetaria de septiembre. En agosto, el IPC tuvo una variación algo menor a la esperada por el mercado, mientras que las diferentes medidas de inflación subyacente se mantuvieron contenidas. Las expectativas privadas consideran que la inflación anual se ubicará en torno a 3% hacia fines del horizonte de política. El peso se ha apreciado.

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



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe

