



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 150 celebrada el 11 de febrero de 2010

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

Asisten también los señores:

Gerente General Subrogante, Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División de Estudios,
don Pablo García Silva;
Gerente de División de Política Financiera,
don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División de Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División de Estadísticas,
don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico,
don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional,
don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales Subrogante,
don Luis Felipe Alarcón Gazmuri;
Gerente de Investigación Económica Subrogante,
don Pablo Pincheira Brown;
Gerente de Estabilidad Financiera Subrogante,
don Ari Aisen;
Gerente Asesor de Comunicaciones Subrogante,
don Jaime Troncoso Rojas;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior, doña Erika Arraño González;
Asesora de la Presidencia, doña Mariana García Schmidt; y la
Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 150, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de agosto de 2010 para el día 12 de dicho mes.

El señor Presidente informa que no asistirá ningún representante del Ministerio de Hacienda a la presente Reunión, luego de lo cual ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, para que presente la información sobre el escenario externo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición mencionando los principales desarrollos ocurridos en el escenario internacional durante el último mes. Cita, en primer término, el surgimiento de una preocupación sobre la fragilidad fiscal de las economías de la periferia europea, que ha elevado la volatilidad de los mercados financieros y motivado, además, la búsqueda de refugio por parte de inversionistas. En este contexto, señala que se han registrado caídas en las tasas de interés de largo plazo y se han postergado las expectativas de alzas de las tasas de política monetaria (TPM) en un grupo relativamente importante de economías. El dólar, agrega, ha tendido a apreciarse.

Por otro lado, indica que la actividad mundial sigue dando cuenta del proceso de recuperación, pero que se ha moderado la velocidad en los últimos registros del año 2009. Informa que la confianza empresarial también ha continuado mejorando, y que se suman algunas sorpresas positivas por el lado de confianza de los consumidores. El mercado laboral, en tanto, ha estado mostrando algunos signos de estabilidad en algunas economías.

Como último desarrollo destacable, menciona que la inflación total ha aumentado en gran parte de las regiones y que las medidas subyacentes, en tanto, se han mantenido más bien estables en las economías desarrolladas. No obstante, hace presente que las proyecciones de inflación para el año 2010, en general, se han ajustado levemente al alza.

A continuación, el señor Sergio Lehmann expone en detalle la situación del escenario internacional. Destaca, en primer lugar, que, dado el contexto del último mes y las turbulencias que han aparecido, se han elevado los premios por riesgo de Europa, particularmente, en el caso de Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España, países conocidos como los PIIGS. Menciona especialmente que el *CDS spread* a 5 años aumentó significativamente en el caso de Grecia, alcanzando a los 400 puntos base en el último mes y que luego registró una reversión en los últimos días, a propósito de muestras de confianza, confirmadas en el día de hoy, con motivo de una manifestación de apoyo por parte de la Unión Europea a dicho país. Con ello, se espera que dicha reversión se acentúe algo más. Luego, y con el objeto de tener una mirada tal vez más orientada a los países de la periferia europea, hace referencia al *spread* respecto de los bonos alemanes, indicando que también presentan un aumento relevante, subrayando nuevamente el récord alcanzado por Grecia antes mencionado.

El Gerente de Análisis Internacional comenta que los mercados bursátiles han reaccionado negativamente frente a esta situación, ya que la incertidumbre se ha manifestado en caídas tanto en las bolsas de América Latina como en las de los mercados desarrollados y Asia emergente. Añade que la volatilidad de los mercados ha registrado un aumento y que se sitúa en cerca de 30%, lo que si bien se compara negativamente con los niveles más estables o de mayor normalidad, esto es, en torno a 20%, no alcanza la situación observada en septiembre del año 2009, oportunidad en que la volatilidad de los mercados emergentes bordeó el 100% y la de los mercados desarrollados, el 80%.

El señor Lehmann explica que los aumentos de los CDS en Europa obedecen fundamentalmente a cifras fiscales extremadamente negativas, citando en especial, el caso de Grecia, Islandia, Italia, Portugal y España. Al respecto, detalla que el balance fiscal proyectado para el año 2010 se encuentra en niveles de -12% en el caso de Grecia; de -15% en el caso de Islandia; y de -10% en España. Agrega que la deuda del gobierno, en general, que es probablemente el elemento que ha incidido en forma relevante en la situación de fragilidad en Grecia, alcanza aproximadamente el 125% del PIB, recordando que en cuanto al dato de balance fiscal, hubo aparentemente una carencia de transparencia respecto a las cifras de deuda fiscal, lo que llevó a que se registrara un incremento entre los años 2008 y 2009 de casi 6 puntos del PIB. Por último, indica que el saldo de cuenta corriente de los países citados exhibe, en general, un déficit importante.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Al respecto, el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, plantea que resulta relevante analizar el flujo de vencimientos de corto plazo más que el *stock* de la deuda, mencionando que Inglaterra, por ejemplo, no tiene problema con ello, no así en la situación de Grecia. El Gerente de Análisis Internacional destaca al respecto que Grecia tiene que financiar servicios y amortizaciones por aproximadamente el 10% del PIB durante el 2010, lo que claramente no es un nivel sostenible.

El señor Sergio Lehmann menciona que lo anterior se ha reflejado también en el comportamiento de otros mercados, producto fundamentalmente del mayor grado de aversión al riesgo, que ha llevado a los inversionistas a reducir sus posiciones en mercados bursátiles y se ha reflejado en aumentos de los CDS. Hace presente que las caídas de bolsas son transversales en prácticamente todas las economías, y particularmente en Europa, por los motivos expuestos. En cuanto al aumento de los CDS, destaca que este ha sido significativo en Portugal, especialmente, desde la última RPM, mientras que en el caso de Grecia no lo ha sido desde la última Reunión, pero sí desde el 15 de septiembre de 2008, fecha de la caída de Lehman Brothers.

En cuanto a las paridades, el señor Lehmann reporta que han mostrado movimientos marcados por condición de refugio de valor del dólar. Como consecuencia de ello, indica que el dólar ha tendido a apreciarse en términos importantes. Informa que, mirada la paridad de la moneda local por dólar, la zona Euro muestra una depreciación fuerte, producto de ciertos cuestionamientos o dudas respecto del euro, situación que se repite en economías emergentes, donde se observan importantes depreciaciones de las monedas locales. Agrega que respecto de la RPM de enero del 2010, prácticamente todas las economías muestran una depreciación y que en Chile, por motivos más idiosincrásicos, el peso registra una depreciación más marcada que el resto de las economías. Para resumir, manifiesta que las economías exportadoras de *commodities* son las que lideran las fuertes depreciaciones en el último mes, mencionando que en Australia esta alcanza a 6% y en Nueva Zelanda alrededor de 7%.

Al proseguir con su exposición, el Gerente de Análisis Internacional, señor Lehmann, señala que las tasas tendieron a disminuir producto de la búsqueda de refugio de valor. Menciona el caso de la tasa a 10 años, que ha experimentado una caída y, luego, en los últimos dos días, una ligera reversión, con motivo del anuncio de apoyos a Grecia, lo cual, de alguna manera, redujo el grado de aversión al riesgo, registrándose aumentos en el margen.

Al respecto, el Presidente, señor José De Gregorio, comenta que la probabilidad de rescate reduce el riesgo, agregando que, en su opinión, la disminución de tasas no obedeció a un aumento del apetito por riesgo, sino porque hubo menor riesgo.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, expresa que el mercado tomó negativamente el anuncio respecto del apoyo a Grecia, ya que la información del día da cuenta de que las bolsas están cayendo y que el euro se depreció, lo que podría obedecer a que el riesgo que el mercado está considerando se refiere a cuál será la próxima economía que entrará en crisis.

En relación con lo expresado anteriormente, el señor Kevin Cowan indica que, a su juicio, el problema es que los mercados esperaban un anuncio más concreto por parte de la Unión Europea, por cuanto este solo se refiere a compromisos amplios de buscar la manera de apoyar a Grecia, ya sea vía un país o mediante la emisión de eurobonos.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, señala que le llamó la atención que cuando se trata de rescatar al sector público por su endeudamiento por parte de otro país, lo que se debiera esperar es algún grado de condicionalidad, que en este caso no ha sido mencionada en el anuncio. Al respecto, manifiesta tener la impresión que al



BANCO CENTRAL DE CHILE

interior de la zona Euro ello reviste una complicación significativa, porque la condicionalidad significa en alguna forma limitar la soberanía en materia económica. Agrega que, tal vez pueda ser impuesta a Grecia, pero duda que ello sea posible en el caso hipotético que Francia pudiera tener en lo futuro problemas fiscales.

El Gerente de Estabilidad Financiera Subrogante, señor Ari Aisen, plantea que le sorprende que no se haya recurrido al Fondo Monetario Internacional, porque en materia de condicionalidad, este organismo tiene experiencia en la aplicación de ese tipo de programas.

El Gerente de Análisis Internacional retoma su exposición, indicando que las operaciones de futuros han dado cuenta de un aplazamiento de los aumentos de TPM en las economías desarrolladas para fines del tercer trimestre de este año, aclarando que este movimiento incluye los anuncios de Presidente del FED, señor Ben Bernanke, del día anterior sobre la disposición a iniciar el retiro de los paquetes de liquidez extraordinarios que se introdujeron con motivo de la crisis. Agrega que este aplazamiento en los aumentos de las TPM se han presentado también a nivel global y que se producirían con mayor agresividad a partir de la segunda parte del año, y no durante el presente semestre, que era lo que se estimaba hace un mes atrás.

El señor Sergio Lehmann informa a continuación que las turbulencias y, en parte, las medidas de restricción de créditos en China afectaron los mercados de *commodities*. De hecho, informa que el precio del cobre ha caído 13%, pero que en los últimos dos días ha tendido a recuperarse; que la gasolina y el petróleo han disminuido 9%, aproximadamente, y los cereales en el orden de 10%.

En cuanto a los elementos que estarían detrás del precio del cobre, el señor Lehmann indica que hay una cierta correlación entre este y la producción industrial ponderado por uso de cobre, donde claramente China, Estados Unidos y Europa son las economías que tienen mayor representación, por lo que se puede señalar que, de alguna manera, lo que ha estado sosteniendo el precio del cobre sería una mayor demanda esperada, particularmente de parte de China. Añade que lo anterior se ha producido en un contexto de aumento de los inventarios sobre producción industrial, si bien todavía están en niveles relativamente bajos en comparación con los alcanzados en la primera mitad de la presente década.

En materia de proyección del precio de cobre, el señor Lehmann hace presente que no se ha modificado la estimación del Banco, de US\$ 2,7 la libra promedio para este año y el próximo, mientras que otros agentes tienen una visión más optimista, como es el caso de Cochilco y de Consensus Forecasts. A una consulta del señor Presidente, el señor Lehmann confirma que el Banco tiene la estimación más pesimista en cuanto al precio del cobre futuro y que, incluso, los otros agentes han efectuado proyecciones para el 2011 más altas que para el presente año. Explica que el precio proyectado por el Banco se basa en el supuesto de la existencia de elementos relacionados con la oferta que empezarían a introducirse o aparecer en este año, los cuales deberían moderar este comportamiento.

El Consejero señor Rodrigo Vergara consulta si el ser más pesimista en esta materia es un patrón seguido por el Banco, a lo cual el señor Lehmann responde que no lo es, en tanto que el señor Pablo García señala que la estimación se vincula con el diagnóstico de precios a largo plazo que se ha mantenido después de haberse incrementado en torno a US\$2 la libra en términos reales. Añade que la percepción es que va a alcanzar ese valor y explica que el precio de largo plazo mencionado, de US\$2 la libra en términos reales, se obtiene de estimaciones efectuadas sobre la base de modelos a largo plazo respecto del precio del cobre y las proyecciones de demanda. El señor Lehmann aclara que las proyecciones fueron hechas antes de las turbulencias financieras y de los anuncios de restricciones crediticias en China, y que, de hecho, son las mismas que las del último *Informe de Política Monetaria*, IPoM, de diciembre de 2009,



BANCO CENTRAL DE CHILE

por lo que no sería extraño que más bien tiendan a moderarse en algún grado durante las últimas semanas. Añade que dicha proyección es válida para el presente año y el próximo, y que sí se ha revisado a la baja el precio de petróleo a propósito del uso de los futuros, lo que ha significado alguna corrección.

En cuanto a actividad, el señor Sergio Lehmann menciona que continúa la recuperación global, aunque a un ritmo más moderado. Reporta que las exportaciones reales también están subiendo, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, y con algunos vaivenes en estas últimas. Indica que el deterioro del empleo se ha detenido en la mayoría de las economías y que la creación de empleo se ha mantenido y es positiva en algunas economías, informando que en la mañana se supo que en Estados Unidos se leyó positivamente el dato de subsidio de desempleo, que muestra una caída importante. En consecuencia, señala que ha habido en el margen algunos signos de estabilidad para el sector laboral en un grupo amplio de economías, que, de hecho, coincide con una percepción tal vez algo más optimista por parte de los consumidores que, sorpresivamente, y particularmente en el caso de Estados Unidos, mostró una recuperación en la última lectura, que no era esperada por el mercado.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si son semejantes las importaciones de las diversas economías, como también si es efectivo que estas se concentran en Asia, a lo cual el señor Lehmann responde que en las economías asiáticas se han visto aumentos relevantes de importaciones, no así en algunas economías de Europa y Estados Unidos.

Refiriéndose a los mercados hipotecarios, el Gerente de Análisis Internacional hace presente que continúan recuperándose lentamente. Detalla que se observan aumentos en los precios nominales de viviendas en un grupo grande de países y relativa estabilidad en otros, mencionando especialmente que en el caso de Estados Unidos de América se está estabilizando el aumento del precio de viviendas que se había observado en el margen. Destaca que tal vez lo más interesante sea que el precio de las propiedades comerciales dejó de caer y que, de hecho, exhiben un ligero aumento, lo cual también es un signo relativamente positivo.

En términos de venta de viviendas, el Gerente aludido informa acerca de un cierto grado de volatilidad, con motivo de percepciones sobre la supresión del subsidio, que se mantuvo finalmente, afectándose con ello las cifras y llevándolas a exhibir movimientos muy marcados últimamente. Los tiempos de venta de vivienda, agrega, se han mantenido relativamente estables, aunque también con cierta volatilidad.

El señor Sergio Lehmann informa a continuación que las condiciones crediticias han comenzado a estabilizarse y que en el caso de Estados Unidos se observa, por primera vez, un signo de un ligero relajamiento. Agrega que si se revisan estas por sector en Estados Unidos de América, fundamentalmente asociadas a empresas, como el caso de hipotecario *prime* y otros consumidores, todavía se aprecia una situación relativamente comprimida. En este contexto, señala que el endeudamiento de los hogares ha continuado cayendo, dando cuenta de que continúa el proceso de desapalancamiento de las familias, situación que era más bien previsible.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que se observa con bastante claridad la existencia de cierto desajuste entre la respuesta a la pregunta que se hacen a los bancos y las condiciones crediticias, que muestran una mejora respecto del momento crítico, no así en cuanto al crédito. El señor Lehmann confirma que, efectivamente, los préstamos se encuentran limitados. El Consejero señor Enrique Marshall agrega que los bancos han comenzado a informar sobre cambios en sentido positivo a las condiciones crediticias, pero que, sin embargo, su reflejo en la evolución de los agregados crediticios se encuentra con algún grado de rezago o desfase.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Al respecto, el señor Kevin Cowan indica que en Estados Unidos de América, al igual que lo que ocurre con la encuesta del Banco, este tema es una consecuencia de que si bien las empresas bancarias aplican políticas menos restrictivas que en el trimestre anterior, en la práctica las condiciones crediticias siguen estrechas, lo que es consistente con la escasa reactivación del crédito.

En materia de inflación, el Gerente de Análisis Internacional señala que ha aumentado la inflación total de Chile, tal como se calcula en Estados Unidos de América, lo que excluye alimentos y energía, mientras que en las economías desarrolladas se mantiene estable. Agrega que, por otra parte, la inflación muestra bastante volatilidad en las economías emergentes, con caídas en algunas economías y aumentos en otras, en algunos casos con niveles en torno a 5% y en otros más bien cercanos a 0%.

En materia de inflación, el señor Sergio Lehmann reitera que se observan aumentos en prácticamente todas las economías y que, de hecho, las proyecciones tienden a subir en casi todas las regiones, aclarando que estas se refieren a inflación *headline* para el año 2010.

Finalmente, el señor Lehmann señala que en términos de crecimiento mundial se tiene una visión levemente más optimista para el año 2009, fundamentalmente explicada por Estados Unidos de América, cuyo crecimiento anunciado para el cuarto trimestre de 2009 fue superior a lo previsto, con lo que el crecimiento habría sido -2,4% en el año 2009, mayor que el esperado. Para el presente año, indica que, no obstante las turbulencias y lo que se ha producido en los mercados financieros, las proyecciones están subiendo todavía, por lo que probablemente no han incorporado parte de ese efecto. De hecho, indica que no sería extraño que en la próxima revisión se observe una Europa creciendo algo menos, producto justamente de este movimiento de capitales desde inversiones más riesgosas a otras de mayor seguridad, o *flight to quality*, que se produjo durante el último mes, lo que seguramente va a tener algún efecto en materia de crecimiento.

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

El Consejero señor Sebastián Claro consulta acerca del factor que explicaría la diferencia entre la evolución de la inflación subyacente en Chile y la de otras economías. Agrega que la diferencia es notoria y que resulta difícil de explicar al comparar la evolución de la actividad o la misma evolución cambiaria respecto de otros países. Asimismo, solicita que se precisen los fundamentos que estarían determinando que otros países tengan marginalmente tanto mayores expectativas de inflación como registros *spot*.

El señor Presidente indica que se están efectuando diversos análisis al respecto, esperando que en el próximo mes de marzo se obtengan algunos resultados. Cita, a modo de ejemplo, los índices de libertad económica, que reflejarían que la fluctuación en Chile sería mayor, por cuanto tiene menos restricciones a los precios. El señor Pablo García agrega que habría una hipótesis adicional, consistente en un cambio discreto en las expectativas de inflación que pudiera haber afectado en Chile en relación con el resto del mundo, ya que se produjo un movimiento fuerte en las expectativas de inflación hacia el alza y luego un significativo descenso, y ello habría afectado de manera importante la dinámica de corto plazo de la inflación.

El Gerente de Investigación Económica Subrogante, señor Pablo Pincheira, refiriéndose a la diferencia de inflación subyacente aludida, señala que se elaboró un trabajo en el que se analizó el período correspondiente a los años 2000 al 2006, antes del *shock* de *commodities*, el que señaló que en Chile había claramente una mayor persistencia de la inflación subyacente que respecto de otros países industrializados. Explica que cuando se aplicaba el *shock* del precio del petróleo, por ejemplo, todos los



BANCO CENTRAL DE CHILE

impulsos-respuesta en las economías desarrolladas arrojaban el punto más alto del efecto alrededor de los seis meses, en tanto, en el caso de Chile el inicio era muy suave y alcanzaba el punto más alto del efecto alrededor de los doce meses, es decir, tenía un rezago y se situaba en un rango mayor que el de las otras economías. En consecuencia, manifiesta que, probablemente, se trata de un fenómeno que no tiene relación con este último *shock*, y que, por lo menos, está documentado que había ocurrido anteriormente.

El Consejero señor Rodrigo Vergara señala que, en su opinión, se estaría frente a una baja persistencia. Al respecto, el señor Presidente acota que lo que ocurre es que si se excluyen los tres meses de caída, se estaría frente a una alta persistencia. A su juicio, la pregunta relevante es precisar lo que provoca la caída, esto es, si se trata de un cambio en la persistencia o de un *shock* negativo importante, y que la evidencia indicaría que sucedió esto último. Agrega que no es que la persistencia haya cambiado o desaparecido, sino que se produjo un *shock* que provocó un descenso de la inflación.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, pregunta acerca de lo que ocurriría si la razón que motiva esa persistencia corresponde al efecto de la indexación. Sostiene que en un sistema indexado, como el chileno, se tiene mucha persistencia, lo cual no lo hace inmune a los *shocks*; por el contrario, estos provocan un significativo efecto por una vez, citando como ejemplo que el aumento del precio del petróleo de un cierto nivel a otro genera que este se mantenga en dicho nivel. En una economía menos indexada, en cambio, debería generarse un aumento de precios, pero la inflación debería volver después a su nivel de fase estable o *steady state* con relativa rapidez. Indica que, en el extremo y si la indexación fuera perfecta, la variable de ajuste sería la tasa de inflación y no el nivel de precios.

El Gerente de División Estudios plantea que el tema no es que Chile tenga una economía indexada, sino establecer los motivos por los cuales el *shock* de precios de combustibles tuvo en el período de alza un efecto tan significativo, más allá de lo que se pensaba que iba a ser, dada la indexación histórica, sobre los componentes más subyacentes de la inflación; y, después, por qué se produjo una reversión tan brusca. Sostiene que la hipótesis es determinar si acaso es la reversión tan brusca simplemente el espejo de la subida o si el incremento inicial está bien explicado, indicando que lo que se ha observado es una caída de la inflación muy anómala y que, por lo tanto, puede revertirse rápidamente. En su opinión, esa es la duda que corresponde dilucidar.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sugiere que se estudie la inflación no subyacente, porque si se tienen sistemas de protección internos, vinculados con los precios, estos se desalinean respecto de los precios internacionales. Agrega que Chile es un país que tiende a traspasar muy rápidamente los efectos, por cuanto el componente primario es mayor.

El Gerente de División Estudios señala que, precisamente, la pregunta es precisar los motivos por los que se produjo un aumento de la inflación no combustible que sorprendió y que se tradujo en una mayor inflación subyacente, dado que el *shock* del precio del combustible en Chile pudo haber sido mayor que en el resto del mundo, por el hecho que se tiene mayor capacidad de traspaso al precio doméstico. Sostiene que esa parte del fenómeno es el que resulta más difícil de entender, por cuanto estima que los antecedentes reflejan que se tiene un sistema de mayor flexibilidad en el traspaso de la inflación a los precios domésticos.

El Presidente, señor José De Gregorio, solicita que se analice también este tema y se incluya en un documento para el mes de marzo próximo, por tratarse de una interrogante que se ha mantenido por varios meses y que ha sido objeto de análisis.

A continuación, concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, para que presente el escenario interno.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Claudio Soto destaca, en primer término, que el dato de Imacec sorprendió levemente al alza, más al mercado que al Banco, precisando que la variación anual fue de 3,9% y de 0,6% la variación mes a mes. Menciona que esta última fue bastante elevada, más allá de la consideración de la baja base de comparación de la inflación, y que en el dato hubo bastante incidencia positiva de algunas ramas industriales, sobre todo de aquellas ligadas a la inversión y comercio, que serían los dos sectores en los se concentró la noticia de mayor dinamismo en la actividad. Agrega que en el rubro de construcción todavía no se observan claros signos de rebote, ya que algunos indicadores parciales se ven al alza, mientras que otros se encuentran todavía bastante rezagados. Respecto de la minería, en tanto, recuerda que en noviembre pasado se registró un fuerte crecimiento en la producción, incluso muy por sobre los planes de producción anunciados por las empresas mineras, que, luego, con el dato de diciembre, tendió sorpresivamente a revertirse.

Por el lado de la inversión, el señor Soto indica que los antecedentes parciales disponibles refuerzan la idea de que se estaría dando un repunte bastante sostenido. Menciona que las importaciones de bienes de capital están creciendo de forma significativa en el margen si se las compara con los meses anteriores y que las expectativas de los empresarios también se han corregido al alza. Al respecto, subraya que hace un par de meses se había observado un cierto estancamiento en las perspectivas en los sectores industrial y de construcción, pero que el último dato da cuenta de un rebote al alza nuevamente y que no solo la situación esperada a futuro es positiva, sino que la percepción de la situación actual también es considerada en el mismo sentido.

Respecto del crecimiento, el Vicepresidente, señor Manuel Marfán, recuerda que el año pasado hubo una sorpresa en la recaudación del IVA, que fue muy baja en relación con la esperada. Plantea que si ella se normaliza, lo que se debería observar, o lo que razonablemente se debería estimar, es que para entender el ciclo económico habría que desestacionalizar el Imacec a costo factor y buscar la tendencia, por estar más directamente vinculado a la actividad y a las brechas.

En segundo término, menciona que la recaudación del IVA es considerada como un elemento que indica, de alguna manera, el estado de lo que ocurre en el comercio, por lo que una vez más se pueden tener percepciones de que lo que está sucediendo con el sector comercio puede estar ligado más bien a algún factor idiosincrásico del IVA y no necesariamente a otros factores productivos. Luego, advierte que la fuerte expansión del sector comercio reportada podría obedecer a un fenómeno tributario y no necesariamente a uno productivo, lo que llevaría a tener una percepción algo sesgada del tema. De hecho, indica que el crecimiento del Imacec a costo-factores fue el más bajo de todos en la última observación, o que el grado de sorpresa es menor en ese que en los otros.

Al respecto, el señor Claudio Soto hace dos comentarios. En primer término, que el sector comercio se había mostrado más bien estancado y que, en realidad, el dato de diciembre sorprendió al alza, por lo que no se puede hablar de un incremento tan sistemático. En segundo lugar, indica que más que el tema tributario, lo que podría estar ocurriendo es que se han observado rebajas y liquidaciones de precios muy significativas en el sector comercio, que habrían estimulado las ventas y generado un fenómeno transitorio. Aclara que ello se ha incorporado, de alguna manera, en las proyecciones del sector.

En cuanto a la evidencia de la acumulación y desacumulación de inventarios, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que los últimos datos estarían indicando de que ya no habría una desacumulación adicional de existencias. De hecho, hace presente que si se considera lo informado por el INE, se podría estar observando una acumulación fuerte de existencias, bastante influida por las ventas industriales



BANCO CENTRAL DE CHILE

reportadas por ese Instituto, cuyo comportamiento aún no se logra comprender cabalmente.

Respecto de los indicadores de consumo, en general, el señor Claudio Soto manifiesta que los indicadores parciales muestran que el consumo presenta un dinamismo muy elevado, no solamente el de bienes durables, que se sabía que tenía que recuperarse después de haberse ajustado muy fuerte a la baja, sino que también el consumo de bienes habituales y las importaciones de bienes de consumo, que en estos momentos están en niveles casi récord, es decir, se encuentran en los niveles comparables con los registrados previo a la crisis, que ya eran históricamente muy elevados.

Por el lado de las exportaciones, el señor Soto manifiesta que se ha observado un cierto repunte en las exportaciones mineras, que podría corresponder al efecto algo rezagado de la mayor producción que hubo a fines del año pasado. Añade que aún no advierte un repunte claro en las exportaciones industriales, vinculado, en parte, a la debilidad en el ciclo a nivel mundial y, además, a la existencia de sectores de oferta que inciden en las exportaciones industriales, como es el caso del sector pesquero.

En relación con el cierre fiscal, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el déficit público efectivo resultó aproximadamente un punto mayor que el proyectado en octubre, debido a una menor recaudación tributaria. Aclara que, fundamentalmente, no es un cambio en la proyección respecto de la recaudación por la demanda o por la actividad, porque en el mes de octubre pasado se tenía una proyección de PIB más o menos similar al efectivo, sino que principalmente por menores ingresos por concepto del cobre, molibdeno, como también por el efecto tipo de cambio y precios. Agrega que ello se ve reforzado, además, por un mayor gasto efectivo, que en vez de ser de 16,2%, que era el que se había estimado en octubre, resultó ser de 17,8%; es decir, hubo un mayor gasto público, que llevó a un déficit para el año 2009 de -4,5%, con un déficit estructural cercano a un punto ese mes.

El Presidente, señor José De Gregorio, consulta si la regla del balance estructural era de 0,5%, a lo cual el señor Claudio Soto responde que era de 0%, en tanto que el señor Pablo García agrega que a comienzos del año 2009 el anuncio fue que el objetivo para ese ejercicio fuera cero y que después, en el mes de octubre, al discutirse la Ley de Presupuesto, la proyección que se tenía era de -0,4% y resultó ser de -0,9%.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta si este es el primer año en que se presenta una diferencia tan significativa, respondiendo el señor Soto que es efectivo.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, señalando que el Imacec de enero pasado va a estar en torno a 3% o quizás algo mayor. Informa que dicha estimación proviene del modelo que utiliza energía, es decir, que considera el consumo energético que hubo en el mes. Con ello, indica que la proyección para el primer trimestre se está corrigiendo al alza, desde 4,1% hasta 4,5%, y que el cambio en la proyección se debe, principalmente, a los datos de diciembre, en especial, a los de los sectores industria y comercio, que modifican levemente el perfil en adelante.

El señor Soto destaca, a continuación, que por primera vez se presenta una proyección para el segundo trimestre del presente año, en que el crecimiento sería del orden de 6,4%. Con ello, señala que la proyección de crecimiento para el primer semestre estaría en torno a 5,5%, que es coherente con la proyección anual presentada en el último IPoM, en torno al 5,1%, en promedio, de los modelos. Por efecto base, indica que, probablemente, en el cuarto trimestre este va a ser algo menor que en el segundo y tercer trimestre, que son aquellos de mayor crecimiento. Agrega que hay un efecto de día hábil, por imputarse uno menos en enero, y ello constituye un punto de incidencia en la variación anual.

**BANCO CENTRAL DE CHILE**

En cuanto a los componentes de la demanda que explican este mayor dinamismo de la actividad, el Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que dicho componente es consumo principalmente, así como también inversión, ya que las importaciones de bienes de capital también exhiben bastante actividad. Añade que ello se compensa con una corrección levemente a la baja de las exportaciones, que, como se mencionó, no se ven del todo dinámicas. Cita, a modo de ejemplo, las importaciones industriales y las exportaciones mineras, las que debido a la volatilidad que tienen, se estima que no van a repuntar en términos significativos.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta si sigue habiendo desacumulación de inventarios en el primer trimestre. El señor Claudio Soto responde que si se hace el encuadre macro propiamente tal, dada la proyección de consumo e inversión que se tiene y la proyección del PIB, lo que resulta es todavía una desacumulación de existencias en el cuarto trimestre.

El señor Claudio Soto prosigue, haciendo presente que, dadas las nuevas cifras de actividad de diciembre, se tiene una corrección de la estimación de la velocidad del PIB del cuarto trimestre al alza. Al respecto, hace la salvedad de que esta es una estimación, que cambia a medida que se van agregando datos por el tema de los factores estacionales, y que a ello hay que agregar que el cierre del año todavía no está listo, por lo que en marzo próximo se van a conocer las cifras definitivas. De acuerdo con ello, indica que, por el momento, se tendría que la velocidad del PIB habría sido muy alta en el cuarto trimestre del año 2009, en torno a 9%, explicada no solo por recursos naturales, sino que también por el componente resto. Agrega que para el futuro próximo no persistirían velocidades tan altas y que se tendría, de hecho, un descenso en las velocidades de crecimiento, acompañado también de una velocidad intensa en la demanda interna, sobre todo por consumo y lo que se está observando del rebote de inversión.

En cuanto al mercado laboral, el señor Soto informa que la tasa de desempleo bajó a 8,6%, influenciada por factores estacionales. Agrega que la tasa desestacionalizada disminuyó hasta 9,4%, tasa similar a la registrada el mes anterior, por lo que el grado de estancamiento que se observa resulta coherente con el que también se muestra en la creación del empleo en el margen. Indica, asimismo, que las velocidades de creación de empleo han tendido a atenuarse bastante, lo que va ligado con lo ocurrido con los salarios, cuya tasa de crecimiento ha continuado disminuyendo. No obstante, afirma que se observa una cierta aceleración en el margen.

En materia de salarios, el señor Claudio Soto hace presente que, considerando cifras desestacionalizadas, el aumento en el margen que se observa en los CMOX y en los IREMX, esto es, los que excluyen minería, constituye un aumento genuino, que va más allá de los efectos estacionales de los aumentos de salarios. De hecho, indica que si se considera el dato efectivo, este fue de alrededor de 1% en ambos casos. El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, agrega que, aunque la variación de los salarios en el mes de diciembre fue aproximadamente dos tercios del incremento registrado en diciembre de 2008, lo que hace disminuir la variación doce meses, de todas formas, dada la dinámica habitual de la estacionalidad, podría haber sido incluso más baja y no lo fue, ya que se registró un aumento en la cifra mensual de variación de los salarios en términos desestacionalizados.

El Consejero señor Sebastián Claro recuerda que ese era el dato que en la RPM pasada se estaba esperando para diciembre del año 2009, con el objeto de apreciar si la tasa de desempleo original, no desestacionalizada, caía significativamente. Al respecto, el señor García indica que la tasa de desempleo efectivamente cayó, pero que podría haber disminuido más, si no se controlara por la estacionalidad habitual de que en el mes de diciembre se produce el reajuste del sector público.



BANCO CENTRAL DE CHILE

En cuanto a las tasas de variación de los salarios reales, el señor Claudio Soto indica que el último dato da cuenta de una caída, no obstante que el registro de diciembre de precios fue negativo y el dato de salarios fue positivo, explicando que la base de comparación de diciembre del año pasado hace que en doce meses se registre una caída en la tasa de variación anual.

Refiriéndose ahora al IPC, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señala que la variación del IPC mensual fue de 0,5% y que el IPCX1 llegó a -0,3%. Menciona que hubo dos sorpresas relevantes: una en vestuario, que determinó que la caída del IPCX1, de -0,4%, haya sido mayor que el -0,2% esperado; y la segunda, que fue la incidencia de gastos financieros, derivado de un tema metodológico, por el efecto de pasar las series de precios desde base diciembre 2008 igual 100 a base promedio 2009 igual 100. Al respecto, explica que si bien la dinámica de ambas series es similar, la diferencia está en el delta p, ya que para la primera este es de 28, en cambio que para la serie promedio 2009 igual 100 es de 42. Agrega que para evaluar la incidencia de este ítem se utiliza una fórmula bastante estándar, consistente en el cambio en el precio multiplicado por la ponderación y dividido por el IPC esperado. Indica que el IPC en promedio del índice es muy parecido, es decir que el del mes de diciembre es similar en base 2009 promedio igual 100 que en base diciembre 2008 igual 100, agregando que el ponderador aumentó levemente, desde 1,60 a 1,86.

El señor Presidente consulta si ello significa que los precios, en promedio, eran muy parecidos en diciembre del año 2008 con el promedio de todo el año 2009, a lo cual el señor Pablo García responde que corresponde al IPC en su conjunto. El señor Claudio Soto agrega que el ponderador de gastos financieros aumentó, efectivamente, desde 1,6 hasta 1,86 citado, y que este cambio de ponderador era conocido. Añade que se efectuaron ejercicios de reponderación pero no a nivel de productos, sino que en términos agregados, destacando que se tiende a diluir cuando se hace a nivel más agregado. Plantea que hay que ir al nivel de producto para generar efectos relevantes, y añade que la incidencia del aumento de precios, si no se hubiera producido un cambio de base, hubiera sido de 0,45, pero por efecto del cambio de base resultó ser de 0,8. El señor Presidente recuerda que la proyección era de 0,22, confirmando el señor Soto que ello sí era conocido y que la estimación de la incidencia no se hizo con tanta precisión, por efectos del cambio de base a nivel de clase de productos en lugar de hacerlo por productos.

El señor Claudio Soto menciona un segundo punto relativo al aumento efectivo del gasto financiero. Al respecto, señala que se había estimado que habría un aumento completo, por la existencia de algunas partidas de transacciones financieras que aún no vuelven a quedar sujetas al impuesto de timbres y estampillas, y que se han mantenido con una tasa cero, como ocurre con las transacciones con cheques y las efectuadas en cajeros automáticos, entre otras. Señala que en ello existe una diferencia con el INE, ya que no se tiene certeza si es que dicho Instituto simplemente imputó el aumento de 0,6% a todas las transacciones financieras. Explica que lo que el INE metodológicamente hace, es simular un par de transacciones financieras y sobre la base de esas simulaciones calcula la variación del índice. Aclara que lo que la Gerencia a su cargo hizo fue considerar distintos tipos de créditos, teóricos, y ver a cuáles correspondía aplicar el aumento de impuesto y cuáles quedaban exentos, y sobre la base de ello se hizo la estimación. En ese sentido, indica que se obtuvo una subestimación del monto del incremento en gastos financieros, a lo cual se le suma el efecto del cambio en la base.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que se precise si la diferencia, más allá del tema metodológico, es que servicios financieros tiene varios componentes, uno de los cuales es el impuesto de timbres y estampillas, y pregunta, en consecuencia, si el impuesto de timbres y estampillas se aplicó a otro tipo de productos financieros, a los cuales el Banco estima que no correspondería hacerlo, o si otros elementos de los servicios financieros, como, por ejemplo, tipo de comisiones, fueron los que mostraron alzas y si ellas no estaban consideradas por el Banco.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Adicionalmente, el señor Pablo García manifiesta que no se cuenta actualmente con la información de las variedades dentro de servicios financieros, porque ese efecto de cambio de base también existe en las variedades, y, por lo tanto, podrían producirse efectos del tipo de los registrados en el IPC total dentro de esa categoría, ya que esto se aplica con más fuerza en algunos ítems que en otros.

El señor Claudio Soto indica que lo que informó el INE es la existencia de un aumento en seguros hipotecarios. Declara que no se cuenta con la desagregación a nivel de variedades para ver a cuánto ascendió, ya que aun cuando se conoce que aumentaron los gastos financieros, no existen antecedentes que permitan determinar el incremento por impuesto de timbres y estampillas o por estos otros seguros. Señala que la hipótesis de la Gerencia es que del error de proyección, la mitad del mismo se podría explicar si se hubiera considerado el aumento del impuesto de timbres y estampillas en todos los productos financieros de una sola vez, y que la otra parte podría obedecer al incremento de otros gastos financieros que no se habían considerado.

El señor José De Gregorio pregunta si el efecto base tampoco está contemplado en esta proyección, respondiendo el señor Claudio Soto que este sí se consideró en el momento en que se elaboró la minuta que circuló previamente, por cuanto al volver a estimarse este efecto, pasó de 0,22 a 0,4. El señor Presidente señala que, aparentemente, correspondería considerar que ese efecto base se puede calcular solo una vez cuando se tiene toda la trayectoria de este componente a nivel nacional.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa que antes de conocer estas cifras existía cierta inquietud respecto del impacto de los cambios metodológicos mencionados, agregando que podría haber algunas décimas que no se logran explicar. Consulta si todavía se producirían sorpresas en el futuro en el ámbito metodológico. El señor Claudio Soto responde que no, porque el efecto cambio de base se produjo ahora solamente en un mes, esto es, en el primer mes, y que ese efecto fue fundamentalmente en un ítem que tuvo una variación muy importante el año pasado y que actualmente también presenta un incremento relevante al alza.

El señor Presidente pregunta si el cambio de base aplica solo para este mes, a lo cual el señor Pablo García señala que, finalmente, en ese producto en particular es donde se produjo la principal diferencia, porque en el resto de los productos el pasar de base diciembre 2008 a promedio 2009, la variación no es relevante.

El Consejero señor Enrique Marshall reitera su consulta en orden a si hay algún otro ítem que luego pueda incidir, como por ejemplo, que en el mes de marzo las matrículas se consideren de otra manera, señalando que esta inquietud metodológica respecto del IPC también la tiene el mercado. El señor Claudio Soto responde en términos negativos, mencionando que la proyección está hecha con base 2009 igual 100, por lo que ya está incorporado ese efecto, afirmando que ahora ya se conocen los índices de precios para todo el año a nivel de producto, por lo que se puede efectuar el ejercicio definitivo, por cuanto no se conocía hasta un mes atrás.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que el hecho es que esta sorpresa combina dos elementos: uno, que es un ítem que registró una fuerte caída y, por lo tanto, este efecto base es relevante; y el otro, que además se observa el cambio discreto de precios este mes, por cuanto eventualmente podría existir otro ítem que pueda verse afectado por ese cambio de base, al no haberse observado ese cambio en el margen, que si bien no se trataría en términos estrictos de una modificación metodológica, tendría un gran impacto sobre el IPC.

El señor Claudio Soto señala que, de todas maneras, se va a efectuar una revisión, agregando que para ello se está realizando un seguimiento preciso. En todo caso, indica que su impresión es que al haberse efectuado la proyección con la misma



BANCO CENTRAL DE CHILE

base 2009, ya no debería tener más incidencia, por cuanto será justamente a nivel de productos.

El señor Pablo García sostiene que podría ocurrir que en el mes de enero pasado, el cambio de base haya ido en una dirección opuesta a la sorpresa dentro de alguna variedad, y que ello después se refleja en la otra dirección, planteando que debería tratarse de una combinación de dos diferencias importantes en tal dirección.

El señor Soto indica que al analizarse el índice nacional con el del Gran Santiago y el índice del Gran Santiago reconstruido con la ponderación 2009 igual 100 y con los nuevos ponderadores, se revela que la dinámica de precios nacionales y del Gran Santiago es muy parecida.

El señor Pablo García indica que el temor que mencionaba el Consejero señor Enrique Marshall radica en que al efectuarse este ejercicio se observarían, por ejemplo, grandes diferencias en la estacionalidad a nivel nacional y a nivel Gran Santiago, lo que produciría repercusiones acerca de su proyección futura.

El Consejero señor Marshall consulta si estos cambios metodológicos informados el año pasado ya están resueltos, de manera que no van a producirse sorpresas en esa materia, afirmando el señor Pablo García que ello es efectivo, considerando adicionalmente que el documento metodológico que el INE publicó para el IPC nacional es prácticamente idéntico al que difundió hace un año atrás para el IPC del Gran Santiago.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, plantea que hay dos tipos de bienes, uno de los cuales sería, para hacer el símil, los bienes transables, es decir, bienes que se pueden trasladar y traspasar de una región a otra. Al respecto, cita el caso del trigo, mencionando que Cotrisa, para fijar los poderes de compra, fijaba el precio en Santiago y de ahí derivaba inmediatamente, a través de una regla, el precio hasta la X Región, que corresponde al límite de producción de trigo, sobre la base del costo de transporte a Santiago. Indica que ese sería un típico caso de un bien transable que, cuando cambia el precio del trigo o del dólar, se modifican todos sus componentes proporcionalmente. Si cambia el precio del petróleo, por el contrario podrían generarse efectos diferenciados, porque el costo de transporte es cero en Santiago, pero más alto en la X Región.

Agrega que, en su opinión, donde se producen mayores efectos es en los bienes no transables, o sea, en todos los que son *utility*, como las tarifas de agua, de gas, de transporte y locomoción colectiva, citando el caso del Transantiago, que cuando se ajusta el precio de sus pasajes no se produce necesariamente un correlato en el resto del país, a no ser que se decida administrativamente que así sea, a través de subsidios o de otros recursos. En consecuencia, sostiene que en la medida que no se hayan producido ajustes relevantes en el componente no transable de los precios, no debería extrañar que se observen variaciones iguales o muy parecidas en Santiago respecto del total país.

El señor Claudio Soto indica que ello va ser parte de un estudio que se va a entregar próximamente. Agrega que se está indagando acerca de cómo se compatibilizan actualmente los viajes en buses interurbanos, que corresponden a los pasajes de Santiago a provincias y viceversa, ya que podrían generar alguna variación en los precios difícil de anticipar.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación refiriéndose a las proyecciones. Al respecto, destaca que el cambio más relevante proviene de lo que ha sucedido con el tipo de cambio y la incidencia que ello tiene en el precio de la gasolina. Como indicaba el señor Sergio Lehmann en su exposición, a nivel mundial, en general, ha habido una corrección a la baja en el precio de los combustibles, pero que corresponde considerar para ello que el precio de la gasolina está expresado en pesos.



BANCO CENTRAL DE CHILE

A continuación, el señor Claudio Soto se refiere a una proyección que tiene dos elementos que son importantes: el primero es la devolución del impuesto específico a la gasolina a fines de marzo, con incidencia en abril, y la devolución de lo que resta del impuesto de timbres y estampillas en el mes de julio. Al respecto, indica que el perfil de la proyección en general no cambia respecto de lo que se tenía en diciembre pasado. Explica que, en marzo, por ejemplo, el efecto del reajuste en educación que se aprecia en la proyección se ve en parte compensado por el efecto de precios de viajes interurbanos. Después, en abril, lo más relevante es la devolución del impuesto específico a la gasolina, que no afecta al IPCX1, pero sí al IPC. Para junio, en tanto, se espera una reducción en el precio de las tarifas eléctricas, dada la nueva fijación del precio nudo, destacando, por último, que lo más importante es la devolución del impuesto de timbres y estampillas, que no estaba en la proyección anterior, dado que llegaba hasta junio, y ahora sí aparece en el horizonte de proyecciones. Agrega que el cambio más relevante se producirá por lo que se espera ocurra en febrero, mes durante el cual se consideraba que se produciría una caída en el precio de la gasolina, esperándose ahora que haya un aumento por lo que está aconteciendo con el tipo de cambio.

En cuanto a la desagregación mensual de las variaciones del IPC, el señor Claudio Soto llama la atención sobre la devolución del impuesto de timbres y estampillas en el mes de julio próximo, destacando que si efectivamente se concreta, la variación anual de la inflación del IPC estaría en 1,8% en ese mes. Añade que a contar del mes de febrero se tendría una variación anual positiva, que anteriormente se esperaba que ocurriera en abril, y que quizás en julio se estaría en la parte baja del rango de inflación.

El Presidente, señor José De Gregorio, indica que la proyección hasta junio es de mayor inflación, y que se podría concluir que la parte importante de la diferencia respecto de proyecciones anteriores obedece a lo que está ocurriendo con el tipo de cambio en relación con los combustibles. El señor Claudio Soto menciona que ello responde a dos efectos, uno de los cuales es el proveniente de gastos financieros, que incidió en casi medio punto en el nivel de precios, aclarando que ese efecto será por una sola vez, pero que tendrá consecuencias en las variaciones anuales hasta el próximo año.

El señor Presidente comenta que una parte de la inflación tiene su origen en el alza de los servicios financieros y en combustibles, pero que, al mismo tiempo, en el mes de enero, dado lo acontecido el año pasado, se está frente a una inflación de un punto menos en doce meses, lo que debería afectar también la evolución de ese mismo período en adelante. En otras palabras, señala que si la inflación pasa de -1,3% anual en febrero a 1,8% en julio, y en enero de -0,7 a 0,1%, entonces se producen dos sorpresas: la primera, que se partió de un nivel más bajo, pero que llegará a ser mayor por efecto del alza del petróleo y de los servicios financieros, agregando que el hecho de que se utilice como base un nivel más bajo no es que ello implique que se deba explicar la diferencial entre el esperado ayer y hoy, dado que hoy se parte de un nivel muy inferior aún.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, indica que si la variación en doce meses fuera más negativa por varios meses más, producto de los cambios metodológicos mencionados, y, por lo tanto, se aplicaran algunas cláusulas contractuales que se vinculan a la variación de doce meses del IPC, se podría decir que va a producirse un efecto por la inercia estacional, pero que si se aplica en doce meses, ya en febrero se tendría una variación mayor que la considerada en la RPM pasada. Por consiguiente, se trata de un efecto cuya existencia se advirtió en enero, pero que ocurrió inmediatamente, por lo que no se va a seguir observando en los meses venideros. Al respecto, el señor Claudio Soto acota que ello tendrá después el efecto opuesto de generar una variación en doce meses que va a ser mayor como consecuencia de la base de comparación más baja.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si ello genera consecuencias en el precio que está indexado, señalando el señor García que tendrá efectos en los



BANCO CENTRAL DE CHILE

contratos que se reajusten por el IPC en doce meses basado en las variaciones a enero inclusive.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, manifiesta que ha sido beneficioso que el cambio metodológico ocurra en un momento en que la inflación se encuentra baja, en dos puntos y medio bajo el límite inferior del rango meta, ya que ello contribuye a subir la inflación sin necesidad de hacer política monetaria. Señala que lo mismo ocurre con el comportamiento del tipo de cambio, que también está teniendo incidencia en la proyección. Agrega que el escenario alternativo era muy adverso, ya que si se seguía teniendo inflación a la baja y el Banco no disponía de otros instrumentos, se habría encontrado en una situación muy compleja.

El señor Claudio Soto manifiesta que es efectivo que el punto principal es el IPC total, pero que, de todas maneras, resulta importante mencionar que el IPCX1 en la proyección del Banco continúa con variaciones anuales bastante bajas. Lo anterior, dado que en el IPCX1 no se considera el aumento de servicios financieros, como tampoco el efecto del impuesto a la gasolina.

El Consejero señor Enrique Marshall indica que, de hecho, la brecha que comienza a producirse entre el IPC y el IPCX1 tiende a aumentar y que ello no constituye un buen dato para la política monetaria, porque la percepción de inflación comienza a incrementarse.

El Consejero señor Sebastián Claro agrega que resulta necesario entender la evolución del IPCX1, porque en los últimos dos años se ha producido un desvío muy importante respecto de lo que ocurre con el mismo índice equivalente de otras economías. Señala que podría existir algún elemento idiosincrásico que no se ha logrado entender y que resulta relevante dilucidar.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, refiriéndose a la velocidad del IPC y a la de distintas medidas subyacentes, indicando que la primera alcanza a 3%, mientras dichas medidas siguen en términos negativos. Agrega que si se trata de vincularlo con presiones salariales o de brechas, en general, lo que aún se aprecia en el margen son precios que se encuentran todavía bajos.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta acerca de lo que están haciendo las empresas para absorber esos costos salariales, y si ello quiere decir que los márgenes están muy comprimidos o que se han producido racionalizaciones. El señor Claudio Soto responde que puede existir algún grado de vulnerabilidad, en el sentido que una vez que la demanda se consolide y dé espacio para recuperar márgenes, probablemente se observen recuperaciones de precios en breve lapso, aclarando que ello está considerado en los escenarios de riesgo que presenta esta evaluación de la coyuntura.

El señor Pablo García comenta que, hablando de sorpresas metodológicas, en mayo el INE estrenará un nuevo índice de remuneraciones, que no va a medir el sector agrícola nuevamente, que es un factor que siempre ha estado ausente.

El señor Claudio Soto prosigue con su presentación, refiriéndose a los mercados financieros. Al respecto, señala que lo más destacable o noticioso han sido los movimientos de las tasas en UF, en especial, las caídas de las tasas de los BCU-2 y de los BCU-5. Reporta que las tasas de los BCP-2 también han registrado bastante volatilidad, incidiendo en ello el *duration* de la tasa, que ha oscilado y generado cambios en la medición que se tiene del BCP-2, no así en las tasas reales, donde las caídas sí han sido genuinas, por lo que se puede consignar que las tasas realmente han disminuido. Aclara que los movimientos en estas tasas no son distintos de lo que se podría esperar de acuerdo con los fundamentales. Sobre este aspecto, menciona que un modelo con fundamentales, que predice el movimiento de las tasas en UF, arroja que el



BANCO CENTRAL DE CHILE

remanente, en general, se encuentra dentro de las bandas de confianza, lo que significa que es esperable. Añade que lo que ocurrió es que las tasas se encontraban por sobre lo que se hubiera esperado, por lo que los movimientos que se registraron corresponden más bien a una normalización respecto de los fundamentales.

En cuanto a las tasas de colocaciones, el señor Soto explica que durante el mes se ha efectuado un seguimiento a ellas, en razón de que se han apreciado aumentos semana a semana. Reporta que, efectivamente, el dato del mes da cuenta de que se produjo un incremento en las tasas de interés de los préstamos, tanto en los de consumo como en los comerciales y en los créditos hipotecarios, destacando que en el caso de estos últimos, dicho aumento se ha producido a pesar de la caída de las tasas en UF. Comenta que, en general, las tasas de colocación de créditos hipotecarios y las tasas en UF han tenido bastante correlación, pero que actualmente se ha producido una divergencia entre estas.

En cuanto a las tasas de colocación, el Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que experimentaron un aumento generalizado el mes pasado, mientras que el primer dato de la semana de febrero de las tasas de consumo da cuenta de un retroceso en ellas. No obstante, señala que esos son datos desestacionalizados, por lo que no deberían tener incidencia en ese aspecto.

En relación con las colocaciones, el señor Claudio Soto destaca que se han producido cambios relevantes. Precisa que el dato de diciembre muestra un importante aumento en las colocaciones casi a todo nivel, y que el seguimiento efectuado a partir de datos diarios de enero pasado arroja un alza incluso mayor. Explica que se efectuó una pequeña corrección a los datos de los distintos tipos de colocaciones, porque el antecedente diario, al parecer, informa también los montos que se asignan para cubrir el costo del impuesto de timbres y estampillas, y que, en todo caso, los datos corregidos también muestran un crecimiento, no tan intenso, pero, de todas maneras, un crecimiento relevante tanto en las colocaciones de consumo como en las comerciales.

El señor Pablo García comenta que una hipótesis respecto del alza de las colocaciones en diciembre pasado radica en que, dado que se iba a dar inicio a la aplicación del impuesto de timbres y estampillas nuevamente, se habría producido una oferta de créditos durante ese mes.

El Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente a continuación que las bolsas registran una corrección, la que no es tan distinta de lo que ha ocurrido en nuestra economía. Explica que, por efectos cambiarios, la caída de la bolsa en dólares ha sido mucho mayor que la registrada en pesos, determinando que el ajuste en Chile es comparable con lo acontecido en otras economías.

En cuanto al M1, el señor Claudio Soto indica que el último dato da cuenta de un importante aumento en su velocidad de expansión.

Además, señala que se ha preparado una sección especial sobre el tipo de cambio, habida consideración de que se ha registrado una fuerte depreciación de este en lo más reciente. Explica que se ha producido una depreciación genuina del peso, más allá del movimiento de otras monedas, y que, de hecho, el tipo de cambio real pasó de 90 a sobre 95 en pocas semanas, lo que ha ido acompañado de bastante volatilidad. Informa que el Banco cuenta con un modelo con fundamentales destinado a explicar movimientos de corto plazo en el tipo de cambio nominal, el que arroja que lo más destacado es el cambio de la posición neta de las AFP desde la última RPM.

Agrega que también han existido movimientos en otros fundamentales que apuntan en la misma dirección, por ejemplo la caída del precio del cobre, y que los movimientos del dólar a nivel mundial también apuntan, en general, en dirección a la depreciación del peso. No obstante, señala que, de acuerdo con las estimaciones de este



BANCO CENTRAL DE CHILE

modelo, es el cambio en la posición neta de las AFP el que habría tenido una incidencia comparable con la de todos los otros movimientos de los fundamentales, por lo que la mitad de la depreciación que se ha observado de acuerdo con el modelo referido, podría asociarse a ello. Puntualiza, sin embargo, que dicho modelo no explica parte de la depreciación de alrededor de ocho pesos.

El Presidente, señor José De Gregorio, solicita se aclare si la posición neta de las AFP está siendo compensada, en parte, por la de otros agentes, señalando que esperaría que se tratara de los corporativos. El señor Soto aclara que el modelo incluye la posición *NDF* del país como un todo y que se han dejado las variables constantes desde la última RPM, por lo que el cálculo del tipo de cambio se efectuó sobre esa base.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, indica que, tal como se ha visto en varias ocasiones, lo que ocurre es que cuando los cambios en la posición *forward* de los fondos de pensiones son bruscos, tienen un correlato en la posición *NDF* y, en ese caso, se tienden a atenuar en forma importante los efectos sobre el tipo de cambio. Señala que en esta oportunidad, por primera vez, se produjo un cambio brusco en la posición de las AFP sin que haya existido una compensación equivalente en la posición *NDF* y, por lo tanto, toda la compensación recayó esta vez sobre el mercado interno, de manera que no resulta extraño que en este caso se afecten más los precios, que es lo que se ha estado observando. Finalmente, agrega que las mayores ventas se producen en las empresas no financieras.

Al respecto, el señor Beltrán de Ramón detalla que desde el 27 de enero, las AFP compraron cerca de US\$5.000 millones, de los cuales US\$2.000 millones provinieron de ventas de divisas efectuadas por empresas que aprovecharon esta oportunidad. Indica que algunas de tales empresas que perciben ingresos en divisas se habían endeudado en el mercado local en pesos y que no habían cerrado esa posición. Otra parte de las ventas fueron efectuadas por exportadores habituales y la última corresponde al mercado *NDF*, en una cifra inferior a US\$1.000 millones. Aparte de ello, cabe considerar los ajustes que han efectuado las propias empresas bancarias.

A continuación, el señor Claudio Soto señala que se ha incluido una sección sobre las perspectivas para el tipo de cambio, la que será presentada por el Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan.

El señor Cowan indica a continuación que las AFP han cambiado significativamente su posición neta en moneda extranjera a contar del 26 de enero, tanto por un aumento en la posición *spot* como por la caída en la posición de venta *forward*, indicando que el efecto total es del orden de US\$4.400 millones hasta el día 9 de febrero.

En términos de la posición *forward* de las AFP, señala que en las primeras semanas se observan vencimientos de posiciones de venta y de compra de dólares, por lo que estas administradoras fueron más activas en el mercado *forward*. En las últimas semanas, en cambio, básicamente han optado por dejar vencer los contratos de venta a futuro de divisas.

Al continuar, el señor Kevin Cowan hace referencia a un cuadro que contiene un resumen del sistema respecto a la posición actual de *forwards* por AFP, destacando que los números más relevantes dan cuenta de que estas entidades, a la fecha del cambio normativo efectuado el día 15 de enero pasado, registraron una posición *forward* en exceso de activos denominados en dólares, ascendente a US\$18.800 millones, y que, dadas las suscripciones y vencimientos de estas últimas semanas, dicha posición alcanza a US\$ 14.891 millones.

El señor Cowan prosigue, explicando un ejercicio que se efectuó, consistente en extrapolar lo que sería la posición de ventas *forward* de las AFP, de acuerdo con sus perfiles de vencimiento *forward* actuales. Indica que, hasta esta fecha,



BANCO CENTRAL DE CHILE

las AFP han dejado vencer aproximadamente US\$500 millones por día, lo que implica que desde esta fecha hasta el mes de mayo disminuye en alrededor de US\$150 millones por día y luego se acerca a US\$50 millones. En síntesis, indica que al aplicar la extrapolación sobre la base del perfil de vencimiento, se desacelera el cambio de posición neta en dólares de los fondos de pensiones. Agrega que si se toma ese perfil de vencimientos y se hace una extrapolación del impacto cambiario que ha tenido la modificación de la normativa dictada por la Superintendencia de Pensiones, una reducción de US\$15.000 millones en la posición venta *forward* podría depreciar el peso en cerca de \$60 por dólar.

Al respecto, plantea que existen varios argumentos que hacen estimar que dicha suma de \$60 más, es la cota superior. En primer término, señala que, probablemente, una parte importante del efecto ya está internalizado por los mercados y que, en ese sentido, los precios reaccionan al valor futuro. En segundo lugar, que lo que ha pasado hasta ahora es producto de una velocidad de vencimientos mucho mayor que la que se espera en lo futuro. Agrega que si se considera la existencia de algún efecto de liquidez en el mercado, también debería reducirse. En tercer lugar, explica que el ejercicio supone que el objetivo de las AFP es el de cubrir solamente el subyacente en dólares, en circunstancias de que existe una serie de factores que motivan a pensar que ello no es razonable, por cuanto el principal factor es la existencia de algunas monedas fijas al dólar, que constituyen una fracción importante del portafolio de la AFP.

Finalmente, el señor Kevin Cowan explica que el ejercicio de los US\$15.000 millones se basa en que todo el ajuste se hace dejando vencer *forwards* pesos-dólar, y que cabría considerar que, de acuerdo con lo conversado con representantes de las AFP, podría en algún punto ser atractivo para estas entidades tomar posiciones dólar-euro o dólar otra moneda. En ese sentido, indica que US\$4.000 millones de activos tienen un subyacente en euros, y hay experiencias de por lo menos tres AFP de tomar estos contratos. Luego, si las condiciones domésticas lo avalan, las AFP podrían empezar a cubrir esta parte del exceso en el extranjero. Por consiguiente, precisa que los factores indicados hacen estimar que los \$60 pesos es la cota superior.

El Presidente, señor José De Gregorio, comenta que le llama la atención lo que está sucediendo con las AFP en cuanto a su manejo financiero, por cuanto la aplicación de una normativa las hizo ajustar el portafolio de forma importante, con los resultados conocidos. Agrega que el fundamento de la norma dictada por la Superintendencia de Pensiones consiste en que las AFP tienen que cubrirse en el subyacente para la cual deben contar con cierta estructura de coeficiente de correlación, lo que significa, en términos simples, que si se invierte en euros corresponde cubrir el riesgo en esta moneda, porque, además, dada la estructura de correlaciones, se podría efectuar una cobertura deficiente.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, efectúa varias reflexiones. La primera de estas radica en que si un fondo de pensiones quisiera cubrirse en euros, dado que en Chile no hay mercado *forward* euro-pesos relevante, lo que tendría que hacer es efectuarlo en dólares y luego un canje dólar-euro en el mercado internacional, lo que constituye un *commodity* de bajo costo, lo mismo que en el caso de cualquier otra moneda que sea elegible, dentro de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones. En consecuencia, cuando el Banco analiza exclusivamente la cobertura en dólares respecto de la exposición al dólar, solo cubre una parte del problema, porque si en el mercado internacional los fondos de pensiones pueden hacerlo respecto de monedas extranjeras distintas del dólar, todo ello debería tener un correlato en Chile de cobertura en dólares. Luego, manifiesta que cuando las AFP señalan que están sobrecubiertas, ello solo abarca la cobertura en dólares, por cuanto podrían tener déficit en otras monedas extranjeras. En otras palabras, indica que la cartera total invertida en el exterior es superior al total de coberturas que mantienen en moneda extranjera y, por lo tanto, tienen una cobertura menor o, en otras palabras, el peso se encuentra descubierto, por lo que de existir elementos idiosincrásicos chilenos que llevan al movimiento del tipo de cambio, ello no se encuentra protegido en este momento.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Como segundo juicio, el señor Vicepresidente señala que hay una serie de disposiciones relativas a modificaciones de inversiones de los fondos de pensiones que requieren una aprobación previa del Banco Central de Chile o respecto de las cuales el Banco tiene atribuciones para determinarlas. Cita, por ejemplo, el caso de los límites para la inversión en el exterior, respecto de los cuales entiende que la razón por la cual se debe consultar al Banco radica en que ese tipo de decisiones puede tener algún impacto sobre los temas que son de competencia del Banco Central de Chile por incidir en la estabilidad de la moneda o el normal funcionamiento del sistema de pagos internos y externos, atendido, especialmente, que dado el tamaño y el volumen de los fondos de pensiones, cualquier externalidad que se produzca por su comportamiento influye en el objeto del Banco. Agrega que la ley no establece una obligación equivalente en el caso de modificaciones normativas por parte de la Superintendencia de Pensiones relativas a la cobertura de monedas. A su juicio, ello constituiría una omisión de la ley, porque resulta evidente, al juzgar por los efectos que se han observado, que tales normas generan secuelas importantes en el comportamiento de los fondos de pensiones sobre el mercado cambiario.

En consecuencia, manifiesta que cuando se consultó al Banco Central de Chile y se fijó un plazo que claramente no permitió dar una respuesta íntegra, se dejó constancia en ella que el Banco no tuvo capacidad de considerar cuáles serían los impactos de la nueva normativa propuesta sobre inversión en el exterior, por lo que lo único que se solicitó fue que cualquier modificación legislativa que se determinara en esta materia se aplicara en forma gradual. Al respecto, indica que, en su opinión, la reforma legislativa se hizo en términos más graduales que lo que se había considerado originalmente, no obstante, a juzgar por los resultados de la normativa reciente dictada por la Superintendencia de Pensiones, correspondería plantear al Superintendente respectivo que en una próxima oportunidad que se analicen modificaciones de esta naturaleza se informe de ello oportunamente al Banco, de manera de emitir una opinión fundada sobre sus posibles efectos.

El señor Presidente solicita al señor Kevin Cowan que, en relación con los temas regulatorios y de estabilidad financiera, se determine la participación que corresponde al Banco en la materia, con motivo del análisis respecto de la competencia para establecer normas regulatorias que tienen impacto macroeconómico.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que le inquieta lo que ha ocurrido, especialmente, por su desarrollo y las motivaciones que originaron esta nueva normativa. Destaca que con ello surge una inquietud hacia el futuro, porque si una norma o una recomendación puede producir un efecto de la magnitud comentada, significaría que en estas materias la Superintendencia de Pensiones tendría mayor poder que el Banco Central de Chile, por cuanto carece de capacidad para generar movimientos en divisas por montos tan relevantes. Estima que la actuación de las AFP genera inquietud para el Banco, por cuanto se pueden producir movimientos no menores, que pueden ser coincidentes o no con la dirección de la política monetaria, pudiendo generar graves problemas en su conducción.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta acerca del límite superior que podría alcanzar el precio del dólar en caso de que las AFP continúan cubriendo sus contratos y qué ocurriría si dejan de hacerlo, específicamente si por este último motivo el precio del dólar se mantendría en un nivel similar o si se produciría alguna reversión por este efecto.

El señor Kevin Cowan responde que ya se produjo una reversión y que la velocidad de esta, por lo menos en la parte empírica, es relativamente lenta.

El Presidente, señor José De Gregorio, pregunta si el cambio de la posición de las AFP tendría efectos permanentes, a lo cual el señor Cowan señala que son



BANCO CENTRAL DE CHILE

transitorios, pero de naturaleza prolongada, agregando que lo que había ocurrido hasta antes del mes de octubre de 2007 es que estos cambios se producían por periodos breves, de uno o dos días, y que luego se diluían. Explica que lo que está ocurriendo ahora es una secuencia de *shocks* que, a la larga, pueden acumularse, por lo que los efectos de corrección no alcanzan a compensarse. Luego, manifiesta que hasta los meses de septiembre u octubre del presente año el efecto flujo dominará la corrección, reiterando que se trata de un efecto persistente, pero transitorio.

A continuación, el señor Kevin Cowan señala que, respecto de la discusión previa, desea complementar que es necesario evaluar o reevaluar el comportamiento de las AFP. Menciona que, tal como lo ha dicho el señor Presidente, uno de los temas centrales de la discusión es en qué medida las AFP están en equilibrio y qué las hizo tomar como señal o como elemento coordinador el cambio regulatorio. Indica que ese tipo de equilibrios resulta complejo en términos de precios de activos y, en ese sentido, no se han producido, en este caso, efectos financieros. Al respecto, menciona que si bien los bancos se encuentran calzados en plazos en las posiciones de *forward*, son los precios de activos los que corresponde monitorear, porque en lo futuro podrían generarse efectos financieros graves.

El señor Pablo García consulta si este análisis se incluirá en la Minuta, señalando el señor Presidente que no correspondería hacerlo, pero sí que quede incorporado en el Acta de esta Sesión. Al respecto, el Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que, en su opinión, se debería incluir en parte en la Minuta, por resultar evidente que lo que ha estado ocurriendo con el tipo de cambio afecta en forma importante. En segundo lugar, indica que, de acuerdo con las cifras expuestas, la mitad de lo que ha sucedido con el tipo de cambio se debe a la modificación en la normativa dictada por la Superintendencia de Fondos de Pensiones o, más bien, por el comportamiento posterior que generó esa norma. Como tercer punto, estima que estos efectos son transitorios, agregando que, en su opinión, constituyen elementos que están directamente vinculados con los temas relativos a la inflación y la respuesta de política monetaria al respecto. En todo caso, precisó que correspondería excluir de la Minuta el análisis efectuado respecto del rol del Banco y su relación con la Superintendencia de Pensiones.

Para finalizar, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que las expectativas de crecimiento para este año se corrigieron nuevamente al alza, ubicándose en 4,9%, las que son coherentes con la proyección del último IPoM, en tanto que aquellas para el año 2011 están hoy día en 5%. En cuanto a las expectativas para la inflación, el señor Claudio Soto indica que si se consideran las encuestas en general a un año, estas se han corregido levemente al alza, tanto las efectuadas por las mesas de dinero como la Encuesta de Expectativas Económicas a doce meses, esperándose que esta sea de 2,7% anual. Manifiesta que las expectativas que fluyen de los contratos financieros son más difíciles de interpretar, ya que si se revisa la *swap*, estas han caído, mientras que si se consideran las aplicables a los bonos, estas se han incrementado significativamente, incluso por sobre el 3%. Explica que en ello han incidido la caída de las tasas reales y la volatilidad de las tasas nominales, por lo que la lectura que se puede extraer de ambas medidas de contratos financieros es contradictoria. Respecto de la trayectoria para la tasa de política monetaria, el señor Soto menciona que esta no cambia de manera relevante respecto de lo que se consideró en enero y que la citada Encuesta tampoco muestra ningún cambio en el perfil, por lo que se puede afirmar que las encuestas de enero y febrero son bastantes similares. Agrega que en la Encuesta de febrero se introdujeron algunos cambios respecto de los horizontes en los cuales repunta la tasa, pero aún así el perfil desde esta fecha hasta comienzos del año 2011 se ve estable.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la exposición del señor Claudio Soto, da por finalizada la Sesión de Política Monetaria de esta mañana y recuerda que se reanuda a las 15:00 horas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Presidente agradece la exposición del señor Claudio Soto, da por finalizada la sesión de la mañana y recuerda que la sesión de la tarde se reanudará a las 15 horas.

Siendo las 15 horas, el señor Presidente da inicio a la sesión de la tarde, ofreciéndole la palabra al Gerente de División Estudios, señor Pablo García, para que presente las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión.

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

A continuación, el señor García da cuenta de las principales noticias desde la última Reunión. En primer término, menciona que en el ámbito externo se ha observado un importante rebrote de la volatilidad financiera, debido a la incertidumbre sobre el desenvolvimiento fiscal de algunas economías específicas en Europa y su eventual propagación a otras. Indica que la mayor aversión al riesgo ha impactado las valoraciones bursátiles, las tasas de interés de largo plazo, los precios de las materias primas y también el valor del dólar en el mundo. En todo caso, señala que las perspectivas de crecimiento se han mantenido estables, pero que es temprano para evaluar si el ruido financiero reciente tendrá un impacto relevante en ellas.

A nivel local, hace presente que este entorno de turbulencia financiera ha incidido principalmente en una depreciación del peso, la que se ha visto acentuada por factores idiosincrásicos, principalmente por un ajuste en el grado de cobertura cambiaria de las AFP. Sostiene que, en todo caso, no es evidente que se produzcan movimientos de portafolio adicionales o que, de producirse, se generen mayores efectos cambiarios, puesto que el tipo de cambio real se ha mantenido dentro de rangos coherentes con sus fundamentos de largo plazo.

El Gerente de División Estudios reporta que en el ámbito real, la actividad y la demanda siguen repuntando, y a una velocidad algo mayor que la prevista en la Reunión anterior. En todo caso, plantea que esto no ha llevado a modificar el perfil de expansión trimestre a trimestre durante el primer semestre de este año, y se enmarca dentro de un escenario de crecimiento para el año 2010 compatible con el del *Informe de Política Monetaria* de diciembre.

Por el lado de la inflación, el señor Pablo García destaca que la divulgación del nuevo IPC nacional no produjo cambios de primer orden en el diagnóstico respecto de la dinámica de precios prevaleciente durante el año 2009. Indica que más allá de fenómenos vinculados a los cambios en el impuesto de timbres y estampillas en un contexto de cambio de base de referencia, tanto la estacionalidad mensual como las cifras de inflación más subyacentes a nivel nacional resultaron ser similares a las conocidas para el Gran Santiago.

En términos de perspectivas de inflación, el señor García subraya que sí se produce una modificación al alza, pero de nuevo vinculada, por un lado, al nivel del ítem de gasto financiero en el nuevo índice y, por otro, a un mayor precio de los combustibles en pesos. Afirma que estos factores más que compensan una trayectoria esperada para el IPCX1, la que es entre una y dos décimas menor que la prevista el mes pasado.

En el mercado del crédito, el Gerente de División aludido destaca un aumento en los volúmenes, así como en algunas tasas. Menciona que aunque lo último



BANCO CENTRAL DE CHILE

podría sugerir algún grado de restricción, lo primero sugiere que podría estar ocurriendo lo contrario, lo que es congruente con los resultados de la ECC conocida hace un mes.

Siguiendo las noticias de actividad y precios, plantea que las expectativas privadas para la TPM se ubican entre 25 y 50 puntos base por sobre las de la RPM pasada, pero a plazos medianos, y agrega que el mercado, en general, no anticipa un cambio en la oportunidad en que se iniciará el proceso de alza de tasas.

El señor Pablo García indica a continuación que sigue siendo natural que la principal consideración para las opciones sea el contraste entre las proyecciones de dicho Informe y la evaluación de la coyuntura reciente, a fin de deducir cambios en la trayectoria implícita de la TPM coherente con la convergencia de la inflación a la meta.

Destaca luego que las perspectivas de crecimiento de corto plazo exceden las del Informe de diciembre, pero se concentran principalmente en el dinamismo del cuarto trimestre del año pasado. Hace presente que este mayor dinamismo de la actividad ha estado vinculado este mes a sectores distintos de recursos naturales, y que la demanda interna también muestra un mayor crecimiento, tanto en el consumo como en la inversión y las existencias. Por otro lado, menciona que en el mercado laboral se ha seguido atenuando el repunte reciente del empleo. En todo caso, precisa que no se han revisado de manera relevante las proyecciones del primer semestre, lo que refleja que, desde el punto de vista de las holguras, las proyecciones no sugieren un cierre de brechas radicalmente distinto al previsto.

Desde el punto de vista de la inflación, el señor García expresa que, aunque las proyecciones para el IPC se han corregido al alza y ahora se espera que en los próximos trimestres la inflación anual sea casi un punto mayor que la proyectada, ello refleja el impacto de fenómenos que se estiman de una sola vez y que la inflación del IPCX1 sigue siendo muy reducida. Con todo, indica que de concretarse los aumentos impositivos previstos, la variación anual del IPC se acercaría a la parte inferior del rango meta a fines del primer semestre del año. Las expectativas de inflación privadas, añade, siguen en todo caso siendo similares a las proyecciones del Banco al horizonte habitual de política.

De esta forma, el Gerente de División Estudios hace presente que se estima que las noticias de actividad e inflación permiten reducir de forma relevante los riesgos que se consideraban en Reuniones pasadas, en términos que las presiones inflacionarias podrían ser indeseablemente bajas por un tiempo más prolongado. Indica que no parece haber suficiente información en la coyuntura para, por otro lado, validar un entorno que requiera un retiro del estímulo monetario más acelerado que el previsto, sobre todo en presencia de la mayor volatilidad global, aclarando que esto no significa que en los meses venideros no se pueda evaluar dicha posibilidad. Así, desde el punto de vista del mensaje respecto de la TPM, manifiesta que la opción más plausible parece ser la de mantener el lenguaje y los contenidos de la RPM pasada, en particular en lo que se refiere a que la TPM se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50%, al menos hasta el segundo trimestre de este año.

El señor Pablo García plantea que, en esta ocasión, se puede considerar alterar algunas otras dimensiones del comunicado: la primera se refiere, evidentemente, al contexto global y la mayor volatilidad que se ha observado; la segunda, a la mención a que las condiciones crediticias se han vuelto menos estrechas, con una referencia hacia una mayor normalización o relajamiento relativo; la tercera, a la dinámica salarial, que parece algo redundante en estas circunstancias. Agrega que debido a que el tipo de cambio real está en torno a los valores considerados razonables para sus fundamentos, puede ser conveniente no hacer mención sobre este tema.

Con relación a aspectos comunicacionales y tácticos, el señor García estima que, al igual que en la Reunión pasada, no existen expectativas privadas de



BANCO CENTRAL DE CHILE

cambios en la instancia monetaria y que el foco de la atención estará puesto en la referencia a aspectos específicos del comunicado respecto del de enero, como los mencionados con anterioridad.

El señor Presidente agradece la exposición del señor Pablo García y, a continuación, ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, señala que, más que una recomendación, en su opinión hay que poner atención a las perspectivas de inflación futura para Chile. Hace presente que, en los últimos meses, la inflación de varios países del mundo, algunos similares a Chile, ha comenzado a elevarse, quizás no en una magnitud relevante, pero que sí puede corresponder a un cambio de tendencia, de la que Chile podría no estar ajeno en el futuro. Agrega que aunque todavía está en niveles bajos, sorprende que la inflación en países similares a Chile, salvo dos, pero hay más, como México y Brasil, ha sido mayor en los últimos meses y que, incluso, está siendo medida por semana en algunos de ellos. Sostiene que las expectativas de inflación también han venido subiendo en Chile y que hoy día están cerca del 3%, incluso para los próximos doce meses. Llama la atención que surge la pregunta, entonces, si el Banco Central debe actuar anticipadamente, preparando el terreno para ese posible escenario, considerando que las alzas de tasas se demoran doce meses, en promedio, esto es, entre seis y dieciocho meses en surtir su mayor efecto.

Reconoce que, obviamente, este comentario podría parecer exagerado, en razón de que el registro de inflación del mes pasado solo fue atribuible a un servicio financiero y considerando, principalmente, la actual holgura de capacidad, que es de aproximadamente 5%, que haría mitigar cualquier efecto, por lo que la inflación podría estar en la parte baja del rango y no en la alta, e, incluso, bajo el rango.

Frente a lo anterior, el señor Beltrán de Ramón manifiesta tener algunas razones que ponen en duda la contención de la brecha en la inflación, citando cuatro factores: el primero, que en un contexto de bajos inventarios es razonable esperar que el coeficiente de traspaso opere más rápido que lo normal, lo que se ve con intensidad en los autos y por qué no en otros precios. En segundo término, indica que los bruscos cambios en la dinámica pasada de inflación, incluso la que excluye alimentos y energía, discutidas en la sesión de la mañana, bajó de 7 a -2% en un año, cambio de 9% que podría repetirse en el futuro, a lo mejor en una magnitud menor, pero sí en la dirección de la inflación al alza. Sostiene, entonces, que como no se tiene pleno *conocimiento* de qué es lo que ha llevado a ese cambio, se podría pensar que se podría repetir en el otro sentido. Como tercer factor, menciona la comentada alza en los *commodities*, que, en realidad, no han subido tanto en las últimas semanas, pero sí en los últimos meses; y, por último, y tal vez un factor relevante, menciona la depreciación idiosincrásica del peso chileno, que podría persistir. En efecto, advierte que no se puede descartar que el peso se deprecie algo más en las próximas semanas, agregando que como la reversión de esta depreciación podría ser lenta, podría tener, en promedio, un efecto en la dinámica inflacionaria y en las expectativas de la misma.

Respecto de lo anterior, comenta que lo que han hecho las AFP merece una mención aparte, particularmente por la consulta del señor Presidente de cómo se entendía este comportamiento de las AFP. Al respecto, señala que es de opinión que las AFP han aprendido de esta coyuntura, porque el *hedge* cambiario fue usado desde mediados del 2004 y hasta principios del 2007 y ellas duplicaron la cobertura de ventas *forward*, usándolo más que como un *hedge*, como un mejorador de retornos. Recuerda que en junio del 2004, el dólar estaba en \$650, en diciembre del 2007, en \$500 y que, incluso, en un nivel inferior, en un contexto de baja volatilidad del tipo de cambio, en que si bien este apreciaba, eran movimientos sistemáticos y no volátiles. Explica que a medida que se apreciaba la moneda, el *hedge* impedía que los retornos de renta variable en el exterior contribuyeran negativamente; es decir, al vender, todo el efecto de alzas de la bolsa en el extranjero, que fue intensa en esos años, permitía a las AFP tener retornos



BANCO CENTRAL DE CHILE

altos. Con la vuelta de la volatilidad bursátil y cambiaria a mediados del 2008, menciona que la venta *forward* sorprendió a las AFP en mal pie y, por lo tanto, al caer la bolsa, la depreciación de la moneda, que hubiera sido el *hedge* natural, no compensó y ellas tuvieron resultados muy negativos; de hecho, los fondos A, B y C cayeron dos dígitos, y uno algo más de 40% incluso, y hubo críticas en la prensa al manejo realizado, lo que, obviamente, las debe haber hecho aprender en ese sentido. Tal vez, continúa, las AFP entendieron que las coberturas cambiarias en momentos de baja volatilidad sirven, no así en momentos de alta volatilidad, y que la cobertura natural, a lo mejor, es no cubrirse.

Por último, manifiesta estimar que las AFP querían descalzarse hace tiempo, pero que su comportamiento de manada, determinado porque su *benchmark* es el promedio de las mismas, hacía necesario que alguien las condujera a ello, siendo la autoridad en este caso. Si lo anterior es cierto, indica que la pregunta es qué se puede esperar en las próximas semanas o meses, acaso que la depreciación continúe y enfatice el cuarto factor inflacionario mencionado y siga afectando los precios de los bienes transables de la canasta de IPC en los próximos meses. En su opinión, los riesgos de inflación, que hace una semana o meses estaban en niveles que no permitirían cumplir el rango de la meta, hoy día podrían estar aumentando, por lo que el Banco Central tendrá que analizar esta situación con especial atención en los próximos meses.

El señor Presidente agradece los comentarios del señor Beltrán de Ramón y, a continuación, concede la palabra al Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan.

El Gerente de División Política Financiera manifiesta creer que la situación que se ha observado en las últimas semanas en Europa y en la zona Euro, en particular, alrededor de la deuda soberana de Grecia puede tener importantes impactos en la actividad mundial para lo que queda de los años 2010 y 2011. Por un lado, señala que de persistir o profundizarse la volatilidad financiera que se ha observado en las últimas semanas, este sería un *shock* adicional a una banca de la zona Euro que aún no se recupera del *shock* del mercado *subprime* y la recesión posterior. Expresa que esto, por una parte, generaría una pérdida del valor de las tenencias de activos públicos, que, de hecho, han ido aumentando conforme los bancos han acumulado posiciones de liquidez importante, y que generaría también importantes pérdidas de inversión directa, especialmente en el caso de la banca francesa, y un mayor costo de fondeo, todo esto en un escenario de altas necesidades de *rollover* de la deuda bancaria, básicamente por los acortamientos de plazos que se dieron en la deuda, tanto en el año 2008 como en el 2009.

Por otra parte, el señor Cowan señala estimar que el efecto macroeconómico más significativo se habría producido en las dos últimas semanas, cuando se dio una significativa señal de los posibles costos de un déficit fiscal, que probablemente empujen a varios gobiernos a un retiro anticipado de medidas fiscales expansivas o, en el margen, a políticas fiscales menos expansivas, lo que, tal como se vio también en la sesión de la mañana, está en un contexto en el que la deuda privada no espera y los hogares siguen con un escenario de desapalancamiento que, en el corto plazo, no está dando señales de revertirse. Con todo, es de opinión que parece prudente monitorear cómo evoluciona esta situación antes de evaluar si es que hay un cambio importante respecto del escenario base del IPoM. Indica que en caso que ello persista o si alguno de estos riesgos se materializara, probablemente sí significaría un cambio que llevaría a decisiones de política.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece los comentarios del señor Kevin Cowan y da paso a la votación.

El Consejero señor Rodrigo Vergara agradece el trabajo preparado por el *staff* del Banco y señala concordar, en términos generales, con el análisis de la economía nacional e internacional que se ha hecho, en particular con respecto a la evolución del



BANCO CENTRAL DE CHILE

entorno externo, donde los recientes eventos en diversas economías de la zona Euro han aumentado la incertidumbre con respecto a la economía global. Con todo, es de opinión que las perspectivas de crecimiento se han mantenido bastante estables, incluso con un leve aumento marginal.

En lo nacional, el señor Rodrigo Vergara destaca que la actividad sigue repuntando con cifras superiores a las proyectadas hasta hace poco, y que algo similar ocurre con la demanda interna, que presenta velocidades proyectadas de expansión muy elevadas para los próximos trimestres. Plantea que es particularmente interesante el dinamismo de la inversión. Todo ello, precisa, ha significado un aumento en las proyecciones de mercado respecto al incremento del PIB este año.

El señor Vergara menciona a continuación que las proyecciones de inflación también suben, aunque no hay cambios mayores con respecto al IPCX1, debido a que la gran diferencia se estaría produciendo en el ítem de gastos financieros, producto del aumento en el impuesto de timbres y estampillas. En su opinión, el alza incipiente en la inflación debe seguirse con particular atención, ya que no se puede descartar tener a futuro algunas otras sorpresas en esta materia. Al respecto, hace presente que esto se ha visto en otros países, en línea con lo informado previamente por el Gerente de División Operaciones Financieras.

El Consejero aludido indica que el crédito presenta un repunte interesante, que es consistente con el mayor nivel de actividad esperado, y que el M1 presenta un crecimiento particularmente elevado.

A pesar de algunos antecedentes más promisorios, el señor Rodrigo Vergara advierte que aún quedan riesgos importantes, particularmente relacionados con el entorno externo, que recomiendan cierta cautela a la hora de hacer proyecciones y tomar decisiones de política. Expresa que ello, más una inflación aún muy por debajo de la meta del Banco Central, han significado que el mercado mantenga su estimación de que la TPM se mantendrá por algunos meses.

A juicio del señor Vergara, otros antecedentes importantes a tener en cuenta es tener una política fiscal más restrictiva o menos expansiva para este año. Con respecto al mensaje sobre hasta cuándo se mantendría la TPM, considera que los riesgos de inflación muy baja por un tiempo prolongado se han reducido, lo que permite reafirmar el mensaje que la TPM se mantendrá hasta el segundo trimestre de este año, al menos. Manifiesta concordar con la necesidad de mencionar un entorno externo más volátil y coincide también con la conveniencia de cambiar el tono de la mención de las condiciones crediticias desde "menos estrechas" hacia "que se han ido normalizando". Agrega que hacer referencia a la dinámica salarial le parece que no aporta mucho a estas alturas.

Por último, el Consejero señor Rodrigo Vergara declara no ser partidario de hacer mención al tipo de cambio, simplemente por simetría. Señala que si no se hizo en la RPM del mes pasado, cuando el tipo de cambio estaba en la parte baja de lo que se denomina el rango de equilibrio, tampoco debiera hacerse ahora, porque, por un lado, no está poniendo en riesgo la meta inflacionaria y, por otro, si se hiciera, se daría la señal de que, dado que antes el Banco no se pronunció, prefería un tipo de cambio más bajo que el actual, de lo que manifiesta no estar seguro de que sea así. Aclara que ello, por cierto, no significa que no se pueda hacer una referencia al tipo de cambio en futuros comunicados, sino que solo estima que no es conveniente en esta oportunidad.

Dado todo lo anterior, el Consejero señor Rodrigo Vergara expresa que su voto es por mantener la TPM en su nivel actual.

El señor Presidente agradece al Consejero señor Rodrigo Vergara y concede la palabra al Consejero señor Sebastián Claro.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Sebastián Claro señala que las últimas cifras conocidas, tanto en el ámbito nacional como internacional, son, *grosso modo*, coherentes con las perspectivas planteadas en los últimos meses. Sin embargo, cree que existen varias novedades que son relevantes de recalcar, que, aun cuando no afectan la decisión de hoy, sí pueden alterar el escenario en adelante.

En el ámbito externo, indica que los mercados internacionales han mostrado mayor volatilidad en las últimas semanas, asociada principalmente a los problemas de endeudamiento en algunos países europeos. Agrega que esto explica, probablemente, la corrección de los precios de algunos *commodities* y el fortalecimiento del dólar a nivel mundial. Al mismo tiempo, menciona que se han ido consolidando las perspectivas de recuperación en diversas economías y que las expectativas de crecimiento siguen altas por los próximos trimestres. En su opinión, este es un tema a seguir con cuidado.

A nivel local, destaca que la cifra de actividad estuvo algo por sobre lo esperado, y que lo que más llamó la atención fue la generalidad en los componentes que explican la mayor actividad, que anteriormente había estado concentrado en sectores puntuales. En todo caso, estima que, por ahora, no se perciben desviaciones importantes respecto del escenario base en esta materia.

El señor Sebastián Claro manifiesta que el crédito doméstico comienza a dar mayores muestras de dinamismo, lo que es un fenómeno positivo, no solo porque puede estar reflejando mejores perspectivas por parte de los demandantes de crédito, sino que también mayor disposición de la banca a tomar posiciones menos líquidas y más riesgosas en sus activos. En todo caso, expresa que otras medidas, como los agregados M2 y M3, muestran todavía tasas de crecimiento acotadas.

A continuación, el señor Claro subraya que el registro de inflación de enero sorprendió significativamente al alza, afectado por cambios metodológicos y por un aumento inesperado en costos financieros, que, aparentemente, van más allá del efecto anticipado del impuesto de timbres y estampillas. Agrega que las cifras de inflación subyacente no mostraron sorpresas importantes. En su opinión, la principal novedad de esta cifra es que la trayectoria futura de inflación está sujeta a una importante varianza. Manifiesta que ya sea por cambios metodológicos, que vienen sucediendo desde el año pasado y son difíciles de anticipar, como por efectos de las fluctuaciones cambiarias, la trayectoria de inflación en adelante presenta bastante incertidumbre, y que una muestra de ello es que la inflación en doce meses proyectada en noviembre del año pasado para abril del 2010 era de 1,2%, cifra que cayó a 0,3% en enero y volvió a subir a 1,2% en febrero.

Esta incertidumbre, prosigue, se ve alimentada por la evolución del dólar, que tuvo una importante valoración respecto del peso en el último tiempo, tanto por razones externas como por razones domésticas. Destaca que la incertidumbre en este punto es grande y que un nivel persistente del tipo de cambio más depreciado puede tener impacto inflacionario. Añade que aun cuando es razonable pensar que el impacto de los ajustes domésticos en las posiciones de monedas no tiene efecto duradero sobre el tipo de cambio real, su efecto sobre el tipo de cambio nominal y el nivel de precios podría ser más duradero.

Por otra parte, el Consejero señor Sebastián Claro hace presente que la inflación subyacente ha seguido controlada y que las proyecciones sugieren registros anuales bajos por los próximos meses. Sin embargo, sostiene que la fuerte caída en la inflación subyacente en Chile difiere de la evolución de índices similares para otros países con similares características, con similares caídas en el producto y con evoluciones cambiarias parecidas, lo que sugiere que un componente no menor de la variación en la inflación subyacente en Chile tiene un componente doméstico que es difícil de explicar. A la luz de la incipiente dinámica al alza en los índices de precios en algunos países, esto,



BANCO CENTRAL DE CHILE

en su opinión, abre una interrogante sobre la trayectoria del IPCX1 en los próximos trimestres y sobre el fundamento de suponer cierto aislamiento en la trayectoria interna con la de otros países.

Para finalizar, el señor Claro manifiesta estimar que la evolución de los salarios nominales confirma en parte esta inquietud.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por mantener la TPM en su nivel actual y continuar con el proceso de eliminación de la FLAP, tal como estaba anticipado.

Prosiguiendo con la votación, es el turno del Consejero señor Enrique Marshall, quien, en primer término y como de costumbre, agradece al *staff* por el apoyo brindado.

El señor Enrique Marshall señala que las noticias del último mes, si bien no configuran un cambio relevante en el escenario base, requieren de un cuidadoso análisis por sus posibles implicancias futuras.

En el frente externo, indica que se ha producido un aumento en la percepción de riesgo, con efectos en los mercados financieros y cambiarios. Como ha ocurrido en ocasiones anteriores, menciona que, marcados también por la búsqueda de refugio, el dólar se ha apreciado, que las tasas de retorno de los bonos de Estados Unidos y de otros países desarrollados se han corregido a la baja, que las primas de riesgo se han elevado y que los precios de las materias primas han caído.

El señor Marshall sostiene que, por el momento, los efectos no parecen alcanzar a la economía real, precisando que la recuperación de la actividad se sigue visualizando como bastante sólida, mientras que las proyecciones de crecimiento en adelante no sufren modificaciones significativas. Los riesgos, sin embargo, han aumentado y han adquirido un sesgo a la baja, lo que, por cierto, requiere ser monitoreado.

El señor Consejero hace presente que los desarrollos observados en los mercados financieros y cambiarios en el último mes han puesto de relieve la todavía frágil posición en que se encuentra la economía mundial y el arduo camino que aún queda por recorrer para dejar definitivamente atrás la crisis. En ese contexto, señala que despiertan preocupación los efectos que producirá el retiro de las políticas de apoyo y estímulo.

En el frente interno, el señor Enrique Marshall menciona que los mercados de instrumentos largos han experimentado ajustes, que resultan coherentes con las noticias del último mes, pero que no implican cambios muy significativos en las expectativas. Afirmar que donde sí ha habido novedades es en el mercado cambiario, ya que el peso, como casi todas las monedas, se ha depreciado significativamente en el transcurso del último mes. En su opinión, ello respondería, en parte, a la apreciación generalizada del dólar en los mercados internacionales y, en parte, a factores internos. Sostiene que si bien el tipo de cambio no se ubica actualmente en un nivel muy distinto al que se consideró para elaborar proyecciones en meses anteriores, los riesgos de que su trayectoria se desvíe han aumentado, por lo que esta es una materia que requiere un cuidadoso seguimiento por sus implicancias para la política monetaria.

El Consejero señor Marshall destaca a continuación que el crédito bancario muestra un repunte en el último mes, lo que si bien es alentador, se requieren más datos para poder confirmar que este habría entrado en un proceso de franco repunte o recuperación. Llama la atención que, al mismo tiempo, las tasas de interés hayan experimentado alzas importantes en prácticamente todos los segmentos. A su juicio, ello podría estar indicando una recuperación de la demanda por crédito, especialmente por parte de clientes con un perfil de riesgo más alto, pero también podría responder a



BANCO CENTRAL DE CHILE

expectativas de tasas de captación más elevadas en adelante. Al respecto, manifiesta que las implicancias de política son distintas en uno y otro caso.

Al proseguir, el señor Enrique Marshall se refiere a las cifras de actividad del último mes, que sorprendieron con un registro superior al esperado, pero que, más allá de ello, confirmaron que la economía se encuentra en clara recuperación. Señala que este proceso estaría conducido principalmente por una vigorosa expansión de la demanda interna, ya que, en efecto, esta última estaría creciendo a ritmo bastante elevado, muy por sobre el del producto, fenómeno que se observa en el período anterior a la detonación de la crisis en 2008.

El señor Marshall hace presente que si bien el crecimiento se muestra bastante en línea con lo previsto en el último IPoM, esta evolución de la demanda lleva a pensar que los riesgos para el crecimiento, que parecían bastante equilibrados dos meses atrás, resultan hoy más bien sesgados al alza. Indica que las cifras provenientes del mercado laboral son positivas, pero que dan cuenta de una recuperación todavía bastante débil y que, incluso, el crecimiento del empleo estuvo por debajo al del mes anterior.

El Consejero señor Marshall destaca luego que la inflación mensual de enero también sorprendió con un registro superior al esperado, debido, fundamentalmente, a factores puntuales y a cambios en la metodología de cálculo. Agrega que la inflación subyacente estuvo dentro de lo previsto y se mantiene baja. En cuanto a las expectativas de inflación de corto plazo, señala que se han ajustado levemente al alza y que las de mediano plazo apuntan con claridad a una convergencia a la meta, conducida principalmente por la recuperación de la actividad y la demanda. En ese sentido, manifiesta que la probabilidad de un escenario de inflación baja por tiempo prolongado ha disminuido significativamente. Advierte, sin embargo, que persiste bastante incertidumbre sobre la trayectoria futura de la inflación, y menciona que las noticias del último mes han reforzado esa percepción.

Las expectativas para la TPM, prosigue, no han variado significativamente, especialmente para los plazos más cortos, añadiendo que el mercado mantiene su percepción de que el ciclo de ajuste se iniciaría a fines del segundo trimestre o, a lo más, en el tercer trimestre de este año.

En suma, el señor Enrique Marshall señala que el escenario macroeconómico muestra perspectivas de crecimiento e inflación no muy distintas a las visualizadas con anterioridad, lo que conduce a reafirmar las señales de política que el Consejo ha entregado en los últimos meses. Hace presente que si bien los riesgos tanto para el crecimiento como para la inflación muestran un sesgo al alza, los cursos de evolución futura permanecen todavía muy abiertos, motivo por el cual lo que corresponde, por el momento, es monitorear estos desarrollos.

Por todo lo anterior, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que su voto es por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50%.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, agradece el análisis del *staff* y declara hacer suyo el listado de antecedentes del punto 2 de la Minuta de Opciones, a la que añade los siguientes comentarios.

En primer término, el señor Manuel Marfán señala que el principal factor que explica la reciente variación del tipo de cambio nominal, más que la apreciación mundial del dólar, es el comportamiento reciente de la cobertura cambiaria de los fondos de pensiones, gatillado por el cambio de normativa de la Superintendencia de Fondos de Pensiones. Indica que, en consecuencia, se trata por lo mismo, por el hecho de que es una operación de cobertura, de un estímulo cuyo impacto debiera tender a desaparecer en el tiempo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Como segundo comentario, el señor Marfán expresa coincidir con el juicio del Gerente de División Estudios, en cuanto a que la actividad, aunque superior a la prevista, no debe alterar el escenario central del último IPoM. Con todo, sostiene que ha sido característico en ciclos anteriores que la velocidad de salida ha sido superior a la deseada por la autoridad, principalmente por la dinámica del gasto privado. Plantea que ese no es el caso ahora, pero que sí es un escenario que no puede ser descartado. Agrega que no hay elementos que lleven a alterar la trayectoria prevista para la política monetaria y que, de manera consistente con ello, vota por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual.

El señor Vicepresidente declara creer que, pese a los eventos recientes que han afectado a la inflación en el corto plazo, el riesgo en adelante sigue contrapesado hacia la baja más que hacia el alza de la inflación.

Respecto de los elementos de oficio para el comunicado que se señalan en la Minuta de Opciones, estima conveniente suprimir la referencia de los patrones históricos de las remuneraciones y también señalar que las condiciones crediticias son menos estrechas. En cuanto al tipo de cambio, señala que no se debe omitir en el comunicado que el peso se ha depreciado, pero sugiere hacerlo de manera que no se resalte como materia de preocupación para el Banco, lo que tiene que ver con la sutileza de la redacción. En su opinión, una omisión frente a un hecho tan notorio entrega más bien información sobre la timidez del Consejo más que otra cosa, amarrándolo hacia el futuro. De todas maneras, aclara que lo expresado en este último punto son solamente sugerencias y no puntos duros, por lo que se acoge a lo que determine la mayoría del Consejo.

Para concluir con la votación, el Presidente, señor José De Gregorio, indica que desde la última RPM han ocurrido una serie de eventos relevantes para la conducción de la política monetaria, que deben ser debidamente evaluados para la decisión de la presente Reunión.

En el ámbito internacional, el señor Presidente señala que la economía mundial ha seguido su proceso de recuperación gradual, si bien las turbulencias financieras en algunas economías europeas han puesto una alerta a la velocidad de la recuperación, en particular en Europa. Plantea que aunque el contagio directo de estos problemas sobre la economía chilena es muy limitado, sus repercusiones en la economía global podrían no ser menores. Indica que esto ya ha resultado en aumentos en la volatilidad de los mercados financieros internacionales y presiones a la baja en los precios de los *commodities*.

En el ámbito interno, el señor De Gregorio indica que se confirma una recuperación sostenida y que el mercado, de acuerdo con lo que se observa en la Encuesta de Expectativas Económicas, ya tiene perspectivas de crecimiento para el 2010 similares a las que se han venido presentando en los IPoM desde septiembre del año pasado. Agrega que el ciclo de inventarios ya muestra señales de empezar a contribuir al crecimiento de la demanda. Sostiene que el vigor de esta recuperación y su potencial aceleración tendrán implicancias de primer orden sobre el retiro del estímulo monetario, aunque el observado hasta ahora se encuentra en línea con el escenario central y ha significado, obviamente, un aumento en las proyecciones del sector privado.

Manifiesta luego que la introducción del nuevo IPC con cobertura nacional y con base año 2009 trajo algunas sorpresas, en especial un aumento puntual de la inflación por el aumento de los servicios financieros, además de efectos también puntuales debido a los cambios metodológicos. Añade que no se observan diferencias en la evolución de la inflación al ampliar la cobertura a nivel nacional. Con todo, plantea que las medidas de inflación subyacente aún muestran presiones inflacionarias muy contenidas y que el impacto de los cambios metodológicos solo debiera tener efectos transitorios.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El señor Presidente destaca que tal vez lo más relevante en el ámbito de las presiones de precios ha sido la significativa depreciación del tipo de cambio, la que se debe, en parte importante, a los cambios de portafolio de las AFP ocurridos después de los recientes cambios normativos, pero que también responde a otros cambios en el escenario externo, como la apreciación del dólar y la caída del precio del cobre. No obstante, expresa que las holguras en materia inflacionaria permiten acomodar esta depreciación sin mayores riesgos y que los recientes eventos deberían permitir asegurar la convergencia de la inflación a su meta. Al respecto, manifiesta creer y compartir la idea del Consejero señor Rodrigo Vergara de que hay que ser simétricos en los comunicados, señalando que el mes pasado no se hizo mención al dólar, porque no había cambios significativos entre las dos RPM, recordando que normalmente se incluye en el comunicado cuando se ha apreciado o depreciado significativamente. Luego, y en consideración a la discusión sostenida en esta oportunidad, estima que es un tema bastante central, que debería aparecer en la minuta y ser mencionado en el comunicado justificadamente.

Para concluir, el señor Presidente señala que las noticias recientes refuerzan las perspectivas de crecimiento para este año y mitigan el riesgo de que la inflación se vaya a quedar por debajo de su meta más allá de lo deseable. En suma, indica que el amplio conjunto de novedades más recientes no debiera cambiar por ahora la evaluación de las tendencias inflacionarias, aunque sí sugieren un monitoreo cuidadoso de las posibles desviaciones para actuar con flexibilidad ante un escenario tan cambiante. Por lo anterior, manifiesta que su voto es por mantener la tasa en 0,5% y seguir señalando que, en lo más probable, el retiro comenzará en el segundo trimestre de este año, algo que se debe evaluar en la medida que se acumule más información sobre el primer trimestre y que se pueda comunicar con más precisión en el próximo IPoM.

En razón de lo anterior, el señor Presidente concluye que, por unanimidad, se mantiene la tasa de política monetaria en 0,5%.

150-01-100211 – Tasa de Política Monetaria

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

Comunicado

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

En el ámbito externo, la volatilidad en los mercados financieros ha aumentado producto de turbulencias en algunas economías europeas. Los precios del cobre y del petróleo se han reducido. Con todo, las perspectivas de recuperación de la actividad global para este año no se han alterado.

En el plano interno, la información disponible sugiere que la actividad sigue expandiéndose y la demanda crece algo más rápido que lo previsto en el *Informe de Política Monetaria* de diciembre. La tasa de desocupación ha continuado reduciéndose. Las condiciones crediticias se han ido normalizando.

En enero, el IPC tuvo un aumento vinculado a ítems específicos. Las distintas medidas subyacentes siguen mostrando variaciones reducidas. Las expectativas de inflación de mediano plazo se han mantenido estables. El tipo de cambio real ha subido.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejo considera que el entorno macroeconómico es congruente con una TPM que se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% hasta al menos el segundo trimestre de este año. Con ello, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:05 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero

