



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 157 celebrada el 15 de julio de 2010

---

En Santiago de Chile, a 15 de julio de 2010, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, con la asistencia del Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste también el señor:

Ministro de Hacienda Subrogante,  
don Rodrigo Álvarez Zenteno;

y los señores:

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

El Presidente señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 157, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de enero de 2011 para el día 13 de dicho mes.



Informa que dado que el señor Ministro de Hacienda se encuentra en Nueva York, el señor Subsecretario de Hacienda asistirá a la sesión de la tarde, mientras que el Asesor del señor Ministro, señor Rodrigo Cerda, lo hará a ambas sesiones.

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

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición, indicando que en el contexto internacional se mantuvo la incertidumbre respecto de Europa durante el último mes, registrándose primas por riesgo elevadas. Señala que su comportamiento durante el periodo fue de ciertas alzas al comienzo y una posterior reversión, asociada fundamentalmente a colocaciones de bonos en algunos países de la periferia europea, y particularmente en Grecia, que correspondieron más bien a notas de corto plazo. Destaca que los CDS están en niveles parecidos a los alcanzados en mayo último, mientras que los *spreads* sobre los bonos alemanes están por debajo del nivel máximo alcanzado ese mes.

En cuanto a los CDS bancarios, informa que se han mantenido altos, especialmente a nivel del agregado de los bancos europeos, norteamericanos e ingleses, en parte por la incertidumbre acerca de las pruebas de tensión aplicadas a los bancos europeos, cuyos resultados se darán a conocer en los próximos días o la semana venidera. Destaca, asimismo, que los CDS de los bancos griegos son los más elevados y que también se observa cierta preocupación en algunos bancos españoles, a pesar de que alcanzan niveles bastante más acotados.

El señor Lehmann hace presente, a continuación, que la percepción de riesgo se mantiene elevada en los mercados desarrollados, detallando que el VIX registró un alza a fines del mes de junio, luego una suerte de reversión y, actualmente, está en torno al 30%. Especial mención hace respecto de la volatilidad en los mercados emergentes, ya que durante los últimos dieciocho meses ha sido menor que la de las economías desarrolladas y hoy se ubica bajo 20%.

En relación con los premios por riesgo corporativo, indica que la evolución de los *High Yields* en economías desarrolladas da cuenta de bastante estabilidad, por lo que los temas de *spread* estarían más bien centrados en países vulnerables. Añade que si bien se aprecian algunas alzas en el caso de los *spreads* corporativos, correspondientes a empresas norteamericanas con clasificación A de riesgo, los movimientos no son muy pronunciados.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta qué son los *High Yields* en economías desarrolladas. El señor Lehmann señala que corresponden, básicamente, a bonos corporativos con clasificación de riesgo en torno a B, que no tienen *investment grade*, y cuyas primas por riesgo bordean hoy los 800 puntos base, dando cuenta justamente que son corporaciones más riesgosas. Agrega que los premios corporativos de empresas con clasificación A de riesgo, en cambio, no han superado los 150 puntos base en lo que va corrido del año.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, señalando que en materia de tasas de interés de largo plazo, se ha observado, particularmente este último mes, un *flight-to-quality* y expectativas de postergación de alzas de tasas de política monetaria, que se reflejó en un descenso de las tasas largas muy pronunciado hacia las últimas



semanas de junio, pero que se ha moderado durante la última semana, producto de una percepción algo más positiva. Sin embargo, informa que en la presente jornada se observa nuevamente que las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos están ligeramente por debajo de 3%, fundamentalmente como resultado de indicadores de actividad que fueron inferiores a los previstos. Añade que las tasas de interés de la Zona Euro registran un comportamiento similar.

El señor Lehmann hace presente también que las primas por liquidez se mantienen, particularmente en Estados Unidos, dando cuenta de que no hay cambios importantes en las condiciones de liquidez en dólares, mientras que en aquellas en euros, se observa una ligera mejora, por la renovación de líneas de liquidez. Al respecto, comenta que cuando hubo cierta preocupación, el *Spread Libor – OIS* tendió a aumentar, pero posteriormente tendió a bajar ligeramente, manteniéndose hace ya bastante tiempo por sobre los niveles históricos observados antes de la crisis de *Bearn Stearns*, esto es, durante el primer trimestre del año 2007.

En cuanto a las condiciones crediticias, el señor Sergio Lehmann manifiesta que luego de haber sido restringidas por varios trimestres, han tendido a estabilizarse, y que en el último trimestre han sido ligeramente más favorables, en especial, las referidas al agregado por empresas y consumidores. No obstante, hace notar que la variación anual de los préstamos bancarios, que fue negativa en doce meses durante el año 2009, es nula actualmente. Agrega que las condiciones crediticias también se han tornado más favorables en el Reino Unido, mientras que en la Zona Euro y Japón continúan siendo restringidas.

Refiriéndose a las emisiones y premios, indica que en el caso del mercado de *commercial papers* se observa una ligera mejor situación, esto es, mayores colocaciones a empresas financieras y no financieras, y que los *spreads*, muy en el margen, tienden a reducirse ligeramente, ubicándose ya en un nivel relativamente bajo si se los compara con los *peaks* alcanzados a finales del año 2008.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere a las condiciones de crédito de los bancos, que se han estabilizado, y a la demanda de papeles por parte de entidades no bancarias, que aparece deprimida, y solicita al señor Lehmann aclarar si las condiciones de crédito referidas son atribuibles a los bancos o a todo el sistema financiero en general.

En esa misma línea, el Consejero señor Enrique Marshall comenta que la lectura de los indicadores sobre condiciones crediticias y préstamos bancarios resulta compleja y no permiten elaborar un diagnóstico preciso, porque, por una parte, ellos están dando cuenta de una cierta mejora y, por la otra, el Presidente de la Reserva Federal señor Ben Bernanke, solo horas antes llamó a los bancos a que le otorguen más préstamos a las pequeñas empresas. En su opinión, dado que las condiciones son más favorables para algunas empresas, no así para otras, al final, corresponde centrar la atención en la evolución de los agregados y observar si el crédito aumenta, se mantiene o disminuye.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García, explica que los antecedentes expuestos sobre las condiciones crediticias corresponden, esencialmente, a bancos, y que son similares a los que considera la Encuesta sobre Créditos Bancarios que efectúa la División de Política Financiera. Hace presente que los resultados expuestos no corresponden al universo de bancos, sino que a una muestra de ellos, y que el hecho que las condiciones crediticias estén en torno a cero significa, precisamente, que



ellas no han continuado restringiéndose y que tampoco se están volviendo holgadas. Añade que los préstamos bancarios agregados lo corroboran de cierta manera, ya que por más de un año registraron caídas en doce meses y recién ahora se ven algunas cifras más cercanas a cero.

Desde el punto de vista del sector no financiero, señala que las emisiones anuales no bancarias ascienden a alrededor de US\$300.000 millones, lo que equivale a algo más del 50% del nivel alcanzado en algún momento y refleja que hay un sector importante de financiamiento que desapareció y que no ha vuelto a los niveles observados antes de la crisis.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan, agrega dos comentarios. En primer término, estima que parte del problema al cual se refería el señor Bernanke obedece al hecho que en los Estados Unidos, los bancos pequeños son los grandes prestamistas a pequeñas empresas, los que aún no están en condiciones de reactivar el flujo de crédito a ese ni a otros sectores, porque siguen teniendo mucha deuda de difícil recuperación, derivada de préstamos comerciales asociados al sector inmobiliario. En segundo lugar, hace presente que si se revisan otros mercados, se advierte que la emisión de bonos sin respaldo de securitizados sigue en niveles muy bajos y significativamente menores que los registrados en el 2007, que solo existen bonos securitizados de hipoteca patrocinados por *Fanny Mae* y *Freddie Mac* y que el mercado privado está en cero. Para resumir, manifiesta que el negocio crediticio de los bancos registra una evolución plana, el segmento securitizado está todavía muy deteriorado y los bonos simples no repuntan.

El Consejero señor Sebastián Claro añade que parte de las pequeñas empresas se financian con los bancos menores, tal como indicaba el señor Cowan, pero también se financian en el mercado financiero no bancario, a través de la emisión de papeles comerciales. Plantea que puede ser que ese sea el mercado que está más colapsado, por lo que la inquietud del señor Bernanke apuntaría a cuál sería la capacidad de los bancos para absorber como clientes a este grupo de empresas, que antes no estaban bancarizadas y que estaban, literalmente, emitiendo papeles comerciales en el mercado. Estima que si ello es así, sería un problema de muy lenta solución.

El Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación, señalando que las tasas de política monetaria en economías emergentes y exportadoras de *commodities* no solo han continuado ajustándose, sino que se esperan nuevas alzas para el próximo trimestre y también hacia el último trimestre del año. Destaca que nada de eso se observa para las economías desarrolladas, respecto de las cuales se aprecian expectativas de cambios recién hacia finales del año 2011.

En términos de variaciones, hace presente que las economías emergentes registran comportamientos mixtos. Menciona que, en América Latina, las curvas *forward* han tendido a empinarse levemente y que ese movimiento ha estado asociado a las economías más grandes, particularmente Brasil y también en el caso de Chile, mientras que otras economías registran movimientos marginales hacia la baja, en línea tal vez con lo que se está observando en economías desarrolladas, donde, de acuerdo con los contratos *forward* nuevamente se registran movimientos hacia la baja y postergaciones en las expectativas de alzas de tasas.

Respecto de los premios soberanos, el señor Lehmann indica que en los mercados emergentes se observaron leves aumentos durante las semanas recientes y una caída muy marginal en los últimos días, y que en el caso de Chile también se registra



una baja en las jornadas previas, lo que podría estar bastante en línea con lo acontecido en las otras economías.

El señor Sergio Lehmann destaca, a continuación, que los mercados bursátiles emergentes experimentaron fuertes movimientos durante el último mes. Detalla que desde una perspectiva tal vez de mayor incertidumbre, primero se registraron caídas importantes, particularmente en las bolsas latinoamericanas y de Europa emergente, y recuperaciones en los últimos días, también asociadas a una percepción quizás algo más positiva.

Informa, asimismo, que las emisiones de bonos de economías emergentes mantienen la tendencia de trimestres previos, y que los bancos de economías emergentes no registraron emisiones en los mercados internacionales. Hace notar que este año solo se observan emisiones de bonos corporativos y soberanos, y que la proporción de estos últimos ha tendido a reducirse hasta niveles no muy distintos de los alcanzados en los años 2007 y 2008. Por región, comenta que se advierte cierta heterogeneidad y emisiones particularmente importantes en América Latina.

En materia de paridades, el señor Lehmann señala que el dólar se mantiene en términos multilaterales, ante una apreciación del euro y de la libra esterlina que es bastante marcada, y que la situación es algo más mixta en las economías emergentes, ya que se observa cierta estabilidad en el caso de Chile, Brasil y Malasia, y una leve depreciación en el caso de algunas otras monedas, como la de la República de Corea.

Asimismo, se refiere en forma especial a dos paridades, el yuan y el franco suizo, que actualmente mantienen la atención de los mercados internacionales. Respecto del yuan, indica que se mantuvo en torno a 6,83 durante los últimos dos años y se apreció hacia fines de junio último como consecuencia del anuncio del Banco Central de China de flexibilizar el tipo de cambio de su moneda. Agrega que las expectativas de mercado, de acuerdo con los contratos *forward*, dan cuenta de una apreciación adicional y sostenida en los próximos doce meses, y que esta trayectoria está algo por sobre la que se observaba en mayo, cuando había fuertes presiones tendientes hacia la apreciación de dicha moneda, pero claramente por debajo de lo que se observó hace un mes, justamente como respuesta a la decisión de las autoridades chinas de flexibilizar su política respecto del yuan.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán sugiere que en los gráficos de paridades de monedas de mercados emergentes se reponga a China, para comprobar si es efectivo lo que anunciaron sus autoridades. El señor Lehmann responde que el dato expuesto, que corresponde al dato efectivo, da cuenta de algunas caídas muy marginales, porque la escala del gráfico exhibido no contribuye a una visión más clara de su magnitud.

El señor Vicepresidente hace presente también que las trayectorias que se derivaban de los contratos NDF de yuan antes del anuncio chino también daban cuenta de una apreciación de esa moneda, lo que significa que hay un mercado poco líquido.

El Presidente señor José De Gregorio añade que el yuan ha bajado de 6,84 a 6,77 por dólar, luego del anuncio de sus autoridades y que según los antecedentes expuestos, este debiera apreciarse hasta un nivel de 6,65 yuanes por dólar hacia julio del próximo año, lo que implica una apreciación total de 3%, aproximadamente. El señor Lehmann complementa, indicando que si esta apreciación es sistemática y si se replica en



alguna medida la política de los años 2005 – 2006, el yuan podría llegar a apreciarse un 15% en total.

En cuanto al franco suizo, el señor Lehmann se refiere a la decisión del Banco Nacional Suizo de suspender la intervención del mercado cambiario, que implicó que esta moneda se apreciara fuertemente respecto del euro y también respecto del dólar. Sobre la trayectoria del franco suizo durante el período de intervención cambiaria, detalla que cuando se hizo el anuncio correspondiente, este tendió a depreciarse; luego, la medida fue relativamente exitosa durante un cierto período y, posteriormente, empezó a perder efectividad y se comenzó a incurrir en pérdidas elevadas, que constituyeron, finalmente, la motivación que está detrás de la suspensión de la misma.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta por la magnitud de esta intervención. El señor Pablo García responde que se trató de magnitudes muy importantes y que el objetivo perseguido consistió en que la tasa interbancaria finalmente fuera 0% a 90 días. El Presidente señor José De Gregorio acota que las autoridades suizas no buscaban un valor, sino que la intervención constituyó una forma de hacer política monetaria, ya que tienen un mercado de euros muy pequeño. Precisa que con ello, entonces, este mercado es más fuerte para inyectar liquidez.

Al proseguir, el Gerente de Análisis Internacional señala que en materia de crecimiento está como referencia lo considerado en el último IPoM, lo que está hoy está proyectando una muestra de bancos de inversión, el último *Consensus Forecasts* y el *World Economic Outlook (WEO)*, actualizado hace un par de semanas tanto para el presente año como para 2011. Sobre este último, destaca que la semana anterior se tuvo la oportunidad de conversar con los responsables de su elaboración para entender cuáles son las diferencias fundamentales entre sus perspectivas y las contempladas en el último IPoM, así como los elementos detrás de la revisión al alza que han efectuado, particularmente para el año 2010. Al respecto, indica que ellos están asociados, en primer término, a los datos del primer trimestre, que fueron más positivos que lo esperado, y que no estaban disponibles a la fecha de elaboración del IPoM de junio. De hecho, hace presente que recién el día anterior se conoció el dato de crecimiento, particularmente el de Singapur, que fue especialmente alto, de alrededor de 20%, y que a primera hora de la mañana se dio a conocer el crecimiento de China para el segundo trimestre, de 10,3% en doce meses, cifra que da cuenta de una desaceleración de esa economía y que es coherente, tal vez, con la estimación de que el crecimiento de China el año próximo va a ser algo menor que el proyectado, lo que no solo se recoge en el IPoM, sino que también en la proyección del WEO.

Respecto de Europa, señala que las proyecciones contenidas en el IPoM son menos optimistas, al menos para el año 2011, mientras que el Fondo Monetario Internacional está estimando un efecto positivo del euro, en términos de exportaciones y comercio exterior, que neutraliza totalmente el efecto eventualmente contractivo sobre la demanda interna que tienen asociadas las turbulencias financieras. Añade que ellos han revisado ligeramente el crecimiento para el 2011, asociándolo fundamentalmente a las políticas de ajuste fiscal, que van a tener algún efecto sobre el crecimiento del próximo año, y que no contemplan el efecto que ello pudiese tener sobre otras economías, sino que lo acotan fundamentalmente al crecimiento de Europa.

El señor Sergio Lehmann continúa, destacando que la diferencia fundamental respecto del IPoM se explica por China y Asia, ya que consideran una economía china algo más dinámica que lo contemplado en el IPoM y efectos sobre el resto de Asia y de la misma China que también son algo más importantes.



El Consejero señor Enrique Marshall comenta que de las cifras sobre crecimiento que ha expuesto el señor Lehmann, queda bastante claro que todas las regiones se van a desacelerar el próximo año respecto del actual, mientras que Chile aparece en el movimiento inverso. A su juicio, el terremoto y el cambio de base podrían explicar este movimiento en el sentido contrario, pero para mayor certeza solicita que en algún momento venidero se entregue una explicación más completa.

El Consejero señor Rodrigo Vergara plantea que el crecimiento de Chile también se desaceleraría el próximo año o a partir del segundo trimestre en adelante.

El Presidente señor José De Gregorio, por su parte, comenta que las perspectivas de crecimiento mundial están iguales o mejores que antes de la crisis de Grecia y que, incluso, las de Europa, a pesar de las estimaciones del *staff* del ECB, que consideran la situación de la economía griega, no han cambiado.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta tener la impresión de que la proyección actual da cuenta de una dispersión en el escenario base bastante más amplia. En cuanto a las proyecciones del Fondo Monetario Internacional, indica que son pesimistas u optimistas respecto de la *Consensus Forecasts* u otras, dependiendo de qué es lo que está aconteciendo con las cuentas corrientes, porque en el FMI se preocupan de hacer proyecciones en las que haya sostenibilidad de las balanzas de pagos.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere a las diferencias entre las proyecciones contenidas en el IPoM de junio y en el *WEO*, y consulta si estas últimas son más optimistas porque ya incorporan los buenos resultados del primer trimestre de este año, no así el IPoM, o como consecuencia del crecimiento que proyecta para el segundo semestre del presente año.

El Gerente de Análisis Internacional responde que las mejores proyecciones contempladas en el *WEO* están asociadas, efectivamente, a un crecimiento en el primer trimestre de este año mayor que el considerado inicialmente, y hace notar que prevé mayor debilidad en adelante. Además, ante la consulta del Consejero señor Sebastián Claro, indica que esas proyecciones y las del Banco Central son similares, con la diferencia que el *WEO* consideraría un crecimiento más alto en Asia que el proyectado por el Banco.

Asimismo, y a propósito de lo publicado el día anterior, complementa que la Reserva Federal, en línea con esta perspectiva de mayor debilidad futura, ha revisado la proyección de crecimiento de Estados Unidos que tenía en abril y ha informado un rango, como es habitual, contemplando ahora dos décimas de menor crecimiento para el año 2010 y algo menos para el 2011, así como también un menor nivel de inflación para este y el próximo año. Aclara que estas cifras de crecimiento no son del todo comparables con las comentadas previamente, porque corresponden al cuarto trimestre de un año respecto al cuarto trimestre del año anterior. Finalmente, y a modo de entregar alguna referencia sobre la proyección del Banco para Estados Unidos, explica que si se calculase el cuarto trimestre sobre la base de las trayectorias del año 2010 versus el año 2009, se obtendría una cifra cercana al 3%, que no solo se ubicaría en el rango inferior que entrega la Reserva Federal, sino que es más coherente con la proyección para el total del año expuesta anteriormente.

En materia de actividad, el señor Sergio Lehmann señala que las cifras dan cuenta en el margen de una ligera desaceleración y que horas antes, de hecho, se dio a



conocer el dato de producción industrial para Estados Unidos, que resultó ser bastante plano y fue leído de manera más bien negativa por el mercado.

El señor Lehmann indica que el empleo también exhibe cierto estancamiento, esto es, que no hay novedades al respecto y se mantiene la debilidad en el mercado laboral.

En cuanto a la situación del empleo en Estados Unidos desde el año 1990 y hasta la semana anterior, destaca que la creación de empleo privado y la creación de empleo total muestran un comportamiento similar, reflejando que, en general, el empleo del sector público no aumentó mayormente durante ese período. Especial mención hace del significativo aumento que registró el empleo en mayo, producto del censo que se está llevando a cabo en ese país, como también a la caída posterior, en el mes de junio, movimientos que, en todo caso, se repiten si no se considera el efecto del sector público, muy marcado por lo que está ocurriendo con motivo del referido censo. Agrega que las cifras de creación de empleo son inferiores al promedio histórico y que, de hecho, si se tomase el promedio de los períodos post recesión, la recuperación del empleo, en general, es, en esta ocasión, bastante más débil que lo observado en episodios anteriores.

En esa misma dirección, el señor Sergio Lehmann subraya que el número de solicitudes de subsidio de desempleo, en torno a 420.000 – 450.000, está muy por encima del promedio histórico, de alrededor de 350.000, y es muy superior, de hecho, a lo observado en períodos post recesión.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue, refiriéndose a la confianza empresarial y de los consumidores. Señala que ambas muestran un deterioro, en especial la primera, como consecuencia de las turbulencias en los mercados financieros, y que los movimientos son mixtos en el caso de la confianza de los consumidores.

A continuación, y en relación con la preocupación manifestada previamente por el Vicepresidente señor Manuel Marfán, el señor Sergio Lehmann presenta los datos sobre exportaciones e importaciones nominales de economías emergentes, así como también las proyecciones en materia de cuenta corriente en varias economías emergentes. En cuanto a esta última, señala que, efectivamente, se observa un deterioro hacia el próximo año, que es particularmente más significativo en el caso de Brasil y algo menor en el de México, y acotado en términos generales, de acuerdo con lo que está proyectando *Consensus Forecasts*, por lo que requiere ser monitoreado con cuidado. Respecto de la evolución de las importaciones, en tanto, indica que también son particularmente significativas en Brasil, lo que da cuenta de una economía con un crecimiento de demanda interna bastante marcado.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que le llama la atención el que no haya flujos de capital netos hacia los países emergentes, y repara sobre el caso de Corea, que está con un superávit igual al flujo de capital.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que ello obedece a que muchos de los países considerados en la matriz tienen restricciones al movimiento de capitales, las que han sido decretadas recientemente para evitar, precisamente, lo comentado por el señor Presidente, como es el caso Brasil y de Corea, en particular.

El señor José De Gregorio hace presente que dichas restricciones fueron impuestas en Corea con una proyección de superávit.



El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan comenta que algunos países están preocupados del efecto cambiario y también de un efecto del precio de los activos locales, lo que se puede dar en ausencia de flujos netos, simplemente por un flujo bruto hacia ciertos activos, por la composición.

El señor Sergio Lehmann retoma su presentación, refiriéndose a la inflación. Al respecto, señala que la inflación efectiva muestra un descenso en las economías desarrolladas, que Japón continúa en una situación deflacionaria y que en las economías emergentes se observa una situación algo mixta, con aumentos en China y también en el Perú. Manifiesta que, de manera similar, los niveles de inflación *core*, o subyacente, tienden a caer en las economías desarrolladas y son mixtos en las economías emergentes, con aumentos en Corea, Taiwán y Tailandia. Destaca que ello ha llevado a ciertas reducciones marginales en las proyecciones de inflación en las economías desarrolladas para los años 2010 y 2011, así como en las emergentes para el año 2010, mientras que para el 2011, estas se visualizan bastante planas, ligeramente al alza para Asia, excluyendo Japón, y ligeramente a la baja en el caso de Europa del Este.

El Gerente de Análisis Internacional exhibe a continuación un gráfico que, a modo de referencia, muestra la brecha de producto calculada por la OCDE para las economías desarrolladas.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si la OCDE calcula hoy la brecha para Chile. Al respecto, el señor Pablo García responde que actualmente no lo hace, pero que pronto no solo calculará la brecha, sino que también la balanza estructural, como lo ha hecho para todas las economías que componen dicha organización.

El señor Sergio Lehmann prosigue, mencionando que las brechas de producto se mantienen bastante amplias en el año 2011, no obstante la recuperación, lo que apoya la idea de bajas presiones inflacionarias en las economías desarrolladas en los trimestres siguientes.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que las proyecciones de inflación de la Reserva Federal para Europa y Estados Unidos son bastante planas para los próximos dos años, y que la estimación del IPC *core* en torno a 1% por los próximos dos o tres años, es probablemente el más cercano al de la brecha de producto.

El señor Lehmann señala que ello da cuenta justamente de esta idea y de que se tiene una brecha todavía bastante abierta en el año 2011, que probablemente no se alcanzará a cerrar completamente durante el año 2012.

Respecto de los *commodities*, el señor Sergio Lehmann menciona que presentan movimientos más bien mixtos. Destaca el aumento de los precios de algunos productos agrícolas, especialmente el trigo, y que los de metales y combustibles están bastante planos, tanto por producto como en términos agregados. Para finalizar, agrega que desde una perspectiva algo más larga, y revisando lo que ha sido su comportamiento durante los últimos meses, se observa que si bien los precios continúan altos, de acuerdo con patrones históricos, son inferiores a los registrados durante el primer trimestre del presente año, lo cual es reflejo de un menor dinamismo de la demanda que el previsto, derivado de las turbulencias en Europa, que han generado ciertas preocupaciones en el mundo financiero en general.



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

En primer término, el Consejero señor Sebastián Claro, refiriéndose a un tema analizado días atrás, consulta cuál es la exposición del ECB a bonos soberanos que podría ser relevante para efectos de saber las distintas alternativas que enfrentan las autoridades europeas.

El señor Sergio Lehmann señala que el dato cierto que se puede entregar es que el cálculo del 13 y 14% sobre el total de deuda de economías periféricas, que eran Irlanda, Portugal y Grecia, está asociado a aquellos bonos, instrumentos o deuda que tienen mercado secundario, y corresponde a un porcentaje que es variable y que alcanza a aproximadamente la mitad de la deuda total de esos países. Agrega que ello genera una exposición importante del ECB frente a una eventual reestructuración o a una deuda que requiera ser reprogramada, como es el caso de Grecia. De todas maneras, indica que Grecia ya está aplicando un programa con el FMI y que, de acuerdo con el encuadramiento que ellos plantean, no existiría una reestructuración.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán comenta que en 1989, cuando trabajaba en Cieplan, realizaron un estudio para determinar cuáles eran los niveles de ajuste fiscal a partir de los cuales se generaba algún grado visible de disrupción política. Señala que, en ese entonces, pensaban en una reforma tributaria y había una suerte de umbral o límite de 2% del PIB, que se consideraba como políticamente posible, ya que el efectos eran altamente inciertos con uno mayor. Indica que si es que ese tipo de trabajo siguiera siendo útil y aplicable, los compromisos que tienen los países de la Zona Euro para su ajuste fiscal de aquí al año 2014 exceden varias veces ese límite por año. A su juicio, habría un margen de duda respecto de la verdadera capacidad de esos países para cumplir su compromiso, por lo que parece mucho más viable la proyección que hace el FMI, que es a 20 años plazo, pero que no tiene el aval de las autoridades políticas.

A propósito de lo anterior, el señor Sergio Lehmann señala que enviará, solamente a modo de referencia, el encuadre macroeconómico que tiene el Fondo Monetario Internacional para Grecia, así como el ajuste considerado, que es muy cuantioso y está en línea con lo planteado por el señor Vicepresidente.

El Consejero señor Rodrigo Vergara agrega que, en Grecia, el déficit cayó aproximadamente 40% durante el primer semestre y que presume que en la base debe haber mucho gasto transitorio que, quizás, es más fácil de ajustar.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán comenta que lo expresado por el señor Vergara puede ser efectivo, pero que el problema radica en que todos esos gastos, por ineficientes que sean, son percibidos como ingreso por los destinatarios del mismo. A modo de ejemplo, se refiere a la reciente propuesta de ir aumentando gradualmente la edad de jubilación hasta llegar a los 70 años, medida que, en su opinión, es altamente disruptiva. Añade que Grecia tiene que pagar su deuda, pero que existen dudas respecto de la capacidad de manejo político del ajuste que, económicamente, es necesario.

El Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes señala tener la impresión que muchos de estos ajustes tendientes a reducir el déficit fiscal tienen asociado un recorte del gasto y dinámicas de crecimiento del ingreso que parecen muy dependientes de aumentos tributarios inciertos. Expresa que una cosa distinta es recortar gasto que existe, otra es no aumentar el gasto que no existe, y lo tercero es el componente de dinámica de ingreso.



El Gerente de División Política Financiera hace presente que en el caso de España, por ejemplo, el ajuste está dado principalmente por una recuperación del crecimiento y, asociado a ello, por un aumento de impuestos y una caída de los gastos por desempleo. Agrega que si se analiza el escenario base del Ministerio de Hacienda de España y el que tiene *Consensus Forecasts*, la proyección de deuda de España es mucho más negativa que la del escenario base, llegando fácilmente a un nivel de deuda sobre PIB de 100%. Entonces, más allá de las dificultades políticas, en su opinión, hay una parte de la sensibilidad del escenario a las condiciones macroeconómicas que agregaría un riesgo adicional.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García añade que en el caso de Grecia, el escenario base incorpora como supuesto que ha habido una formalización de la economía, que se traducirá en un aumento de los ingresos tributarios.

Finalmente, el Vicepresidente señor Manuel Marfán declara creer que el principal socio comercial que tienen todos los países que están con problemas es el resto de la Zona Euro, con los cuales tienen un tipo de cambio fijo, en cuyo caso la política fiscal puede ser altamente contractiva.

No habiendo más comentarios, el Presidente señor José De Gregorio concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, para que presente el escenario interno.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto inicia su presentación, señalando que el escenario interno es bastante similar al del último IPoM y que el elevado Imacec de mayo ha sido la noticia más destacable desde su publicación, lo que sorprendió al Banco y al mercado de manera relevante. Indica que la variación anual del Imacec llegó a 7,1% y, con ello, el nivel de actividad no solo superó lo previsto, sino que alcanzó, incluso, al *peak* registrado antes de que se desatara la crisis. Agrega que este dinamismo de la actividad se explica, fundamentalmente, por el significativo crecimiento del comercio y por la recuperación tanto de la industria como del sector servicios, que se vieron muy afectados durante la crisis.

En relación con el sector comercio, hace presente que parte de su dinamismo podría responder a factores transitorios, asociados probablemente a ventas que se hicieron con ocasión del Campeonato Mundial de Fútbol y a raíz del terremoto de febrero último. De hecho, manifiesta que las líneas de grandes tiendas, vestuario y calzado, equipos domésticos, materiales de construcción y artículos de ferretería son las que se vieron en el margen bastante más dinámicas.

Menciona que reflejo de esta mayor actividad es lo que está aconteciendo con consumo, que también registra un fuerte dinamismo en el margen, más que nada porque los indicadores coyunturales de consumo que se disponen corresponden a indicadores de comercio, teniéndose, en consecuencia, una lectura bastante similar de los datos.

Añade que si se revisan las importaciones, se ve el efecto abultamiento que se mencionaba en el IPoM, y que refleja que hay una suerte de adelantamiento del gasto, ya que hay un aumento significativo de las importaciones y luego, en el margen, una desaceleración de las mismas. Agrega que más allá de este efecto abultamiento, que puede haber implicado un adelantamiento del gasto, y que puede estar relacionado también con las perspectivas de aumentos de tasas, llevando a las personas a adelantar



sus decisiones de consumo, hay elementos de las variables fundamentales que podrían estar explicando el fuerte dinamismo que se observa en consumo.

El señor Claudio Soto se refiere luego al residuo de una regresión muy sencilla de una integración entre consumo privado e ingreso disponible, y señala que los residuos se ubican, actualmente y en el horizonte proyectado, en la parte superior de la banda de confianza, lo que significa que la evolución del ingreso disponible, que ha sido bastante dinámico, podría estar también detrás de la recuperación del consumo, lo que está asociado al crecimiento del PIB y también a la política fiscal y a la evolución de los términos de intercambio.

El Consejero señor Sebastián Claro plantea que desde el último IPoM ha estimado que una parte importante de la aceleración del consumo, más allá de ser atribuible al Campeonato Mundial de Fútbol y a actividades de reconstrucción, obedecería a una recuperación desde un nivel muy bajo que se registró el año pasado. De hecho, plantea que si se hubiese estimado, de alguna manera, una función de consumo, la caída del consumo durante el 2009 habría sido mayor que lo que esa función sugería y que hoy se estarían retomando esos niveles.

El señor Soto aclara que la ecuación que solo relaciona el consumo con el ingreso disponible es la más sencilla entre un conjunto de ellas, y arroja que el nivel de consumo se recupera. Agrega que la proyección de consumo con fundamentales indica que debería recuperarse precisamente por la evolución de los fundamentales. Asimismo, y a modo de resumen, indica que en la proyección se está suponiendo que el consumo crece más durante el segundo trimestre de este año, porque está en la parte alta de los rangos de estimaciones, mientras que en el tercer trimestre se normaliza, porque está en la parte baja de dicho rango.

El Consejero señor Enrique Marshall sostiene que es entendible que se desacelere el consumo de bienes durables, pero que no habría razones para que lo hiciera el consumo habitual, ya que el ingreso disponible está aumentando, la masa salarial registra un crecimiento que no es despreciable, el empleo está creciendo 6% y las remuneraciones, 4%, por lo que fácilmente se llega al 10% con una inflación baja. Recalca, entonces, que sería normal que el consumo esté creciendo al 10 o 9% y que no habría razones para que se desacelerase.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García precisa que la referida desaceleración corresponde a un crecimiento del consumo, en doce meses, de 10% en el segundo trimestre y de 9% en el tercero.

El señor Claudio Soto prosigue, señalando que en el sector industrial, el dato del margen da cuenta que los sectores que fueron más afectados por el terremoto continúan recuperándose y que, de hecho, hubo una pequeña sorpresa al alza respecto de lo proyectado, pero aún no alcanzan los niveles registrados antes de dicha catástrofe. Agrega que en el margen se advierte que las exportaciones industriales también siguen creciendo, por lo que las perspectivas, entonces, son que la industria seguirá retomando niveles de actividad más altos en adelante.

En materia de inversión, respecto de la cual también se tenía la hipótesis del abultamiento, señala que el flujo de inversión se mantiene elevado, pero retrocede respecto de los meses previos. Comenta que las perspectivas de los empresarios han retrocedido levemente en el margen y que el sector construcción no mejora. Añade que si se revisa el IMCE y se analiza la encuesta en detalle, las respuestas reflejan que tienen



una mala percepción de la evolución de la situación actual, pero que sus perspectivas para el sector siguen siendo más bien positivas.

El Consejero señor Sebastián Claro, refiriéndose a las importaciones de bienes de capital, consulta si es posible distinguir si hay una mayor composición anormal o si estas se asocian con el terremoto. El señor Soto responde que estas importaciones corresponden, en general, a camiones, retroexcavadoras, maquinaria y otros bienes que podrían asociarse a la construcción, reparación de caminos y labores de reconstrucción.

Respecto del sector construcción, el señor Claudio Soto hace presente que con ocasión de los dos últimos IPoM se discutía que este sector tendría un impulso importante producto del terremoto. No obstante, destaca que los datos y los indicadores sintéticos que construye Cuentas Nacionales para hacer un seguimiento mensual de las actividades en este sector, dan cuenta que aún se encuentra en niveles más bien estancados. En todo caso, hace notar que la información disponible es algo diversa, ya que la venta de materiales de construcción ha subido, los despachos de cemento han tenido un comportamiento más bien errático, y los permisos de construcción y las ventas de viviendas han caído. En relación con estas últimas, indica que tanto las cifras ajustadas por Cuentas Nacionales, las de la Cámara Chilena de la Construcción y de Collect, que fueron publicadas la tarde anterior, conforman un panorama en el que, hoy, el sector construcción que no se dedica a la vivienda no está siendo muy dinámico y puede estar alimentando esas perspectivas más pesimistas.

En relación con la política fiscal, el Gerente de Análisis Macroeconómico hace referencia a un comunicado del Ministerio de Hacienda, emitido un par de semanas atrás, que informa sobre la actualización de la proyección de gastos para el año, dada su ejecución hasta la fecha. Al respecto, señala que la proyección de dicha Gerencia sobre el crecimiento del gasto para la segunda parte del presente año es de 9% anual, en términos reales. Añade que la ejecución hasta ahora está en torno al 6%, por lo que el crecimiento tendrá que ser algo inferior a 12% en la segunda parte del año, es decir, deberá haber un mayor impulso fiscal hacia entonces para que se cumpla el crecimiento de 9% para el 2010.

Con ello, el señor Claudio Soto destaca que la estimación del PIB para el segundo trimestre se ha corregido al alza, desde un 4,7%, que se tenía en el IPoM, hasta 5,9%, debido, fundamentalmente, a una sorpresa en industria en el mes de mayo, a la actividad del comercio que, más allá de que pudiese tener un componente transitorio, exhibe un mayor dinamismo y a la parte de servicios, que también registra un crecimiento mayor.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta en qué situación se está actualmente en materia de matriz energética.

El señor Soto indica que más que por la composición del valor agregado por la generación hidroeléctrica, que habitualmente es lo que afecta de manera importante, está influyendo mucho el gas natural. Señala que el gas natural licuado se incorporó a la matriz y tiene mucho más valor agregado en la generación de electricidad que la generación térmica con diesel, por lo que está incidiendo de manera significativa en el crecimiento de este sector.

El señor Soto prosigue, informando que hacia el tercer trimestre no se advierten grandes cambios en la proyección de crecimiento, lo que obedecería, por un lado, a que parte de la corrección que se está suponiendo es más bien transitoria y, por



otra, porque se están incorporando los dos días feriados en septiembre, que no estaban considerados en la proyección anterior, lo cual tiene una incidencia en la actividad del trimestre de aproximadamente cuatro décimas. Para el cuarto trimestre, destaca que la proyección contempla una desaceleración más intensa, por lo que el crecimiento de este año sería de 4,7%, aproximadamente.

Por el lado de la demanda interna, el señor Claudio Soto hace notar su gran dinamismo, que se traduciría en un crecimiento algo mayor que 17% en el segundo y tercer trimestre del presente año. Sobre el particular, detalla que se observa un consumo y una inversión muy dinámicos, pero que esta última se ha ajustado a la baja por dos razones: en primer lugar, porque el sector construcción, como ya se comentó, se advierte menos activo que lo estimado anteriormente; y, en segundo lugar, porque por el lado de maquinarias y equipos se observa que, en el margen, la desaceleración de las importaciones ha sido algo mayor que la estimada, en especial para el tercer trimestre. Asimismo, destaca que también hay una corrección importante en las exportaciones, asociada a un sector minero que ha estado más débil y al crecimiento de las exportaciones industriales, que también ha sido algo más débil que lo previsto anteriormente.

Manifiesta, en todo caso, que el perfil, en general, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda es muy similar al contemplado en el IPoM, es decir, que hay un adelantamiento en el caso de la inversión, el sector comercio se desacelera en el segundo trimestre y el consumo privado se sigue acelerando en los meses venideros.

En relación con el mercado laboral, el Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere al último dato dado a conocer por el INE, que da cuenta de un aumento en la tasa de desempleo a mayo, que se explica tanto por un aumento en la fuerza de trabajo, como también, y de manera relevante, por un freno en la creación de empleo. Agrega que los ocupados no registraron variación respecto del mes anterior y que el número de ocupados en las regiones que fueron afectadas por el terremoto se compensó parcialmente con un aumento de ocupados en las restantes regiones. Con todo, indica que no hay un cambio en el número promedio móvil de ocupados, pero sí un aumento de la fuerza de trabajo, por lo que aumentan los desocupados.

El señor Claudio Soto destaca también la caída del empleo asalariado por tercer mes consecutivo, tanto en las regiones que fueron afectadas por el terremoto como en aquellas que no fueron directamente afectadas por esta catástrofe, que ha sido compensada, en parte, por un crecimiento dinámico del empleo por cuenta propia, sobre todo en estas últimas regiones.

En relación con los salarios, el señor Soto hace notar el quiebre que exhibe la serie correspondiente a las variaciones anuales, que se explica por el cambio metodológico existente entre una serie a otra, y que refleja que la tasa de variación anual vuelve a aumentar en términos nominales, mientras que los salarios reales mantienen una tasa de crecimiento en torno a 3%, y algo inferior a 3% si se considera el IREM.

En materia de inflación, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el IPC sorprendió levemente, al registrar una variación nula en el mes de junio, y hace notar que los componentes subyacentes tuvieron variaciones positivas del orden de 0,2 a 0,3%, bastante en línea con lo proyectado. Informa que las principales sorpresas se agruparon en los alimentos, ya que registraron un aumento superior al previsto, lo mismo que las tarifas de transporte, específicamente los precios de los pasajes aéreos, mientras



que vestuario, cuya proyección se había corregido a la baja, experimentó una caída aún mayor que lo proyectado. Subraya que el precio de frutas y verduras explicó de manera significativa que la variación mensual del IPC estuviera por debajo de lo previsto, ya que en vez de experimentar un alza, tuvo una pequeña caída en el mes. Para resumir, indica que transporte, alimentos no perecibles y los cigarrillos incidieron al alza en la inflación, mientras que el vestuario, y también los combustibles, la empujaron a la baja en el margen.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si transporte corresponde al Transantiago. El señor Claudio Soto explica que el Transantiago se incluye en el componente "micro" y que transporte registró un alza por el aumento de los precios de los pasajes en avión, ya que es verano en el hemisferio norte y, en consecuencia, es temporada alta para efectos de las tarifas aéreas.

Respecto de la proyección, el señor Soto menciona que se tienen como supuestos, menores precios de la gasolina, como consecuencia de la evolución de su precio internacional, y una trayectoria de las tarifas del Transantiago con un mayor aumento respecto de lo considerado anteriormente, la que se basa en trascendidos de prensa respecto del juicio que podría tener el panel de expertos hacia adelante. Luego, se refiere a algunos detalles de la proyección, indicando que en el caso del precio de los alimentos X1, el seguimiento que lleva a cabo la Gerencia de Análisis Macroeconómico revela que pueden seguir registrándose aumentos en julio. Destaca, asimismo, que en el mes de junio, la cantidad de precios que experimentaron alzas fue bastante superior a la observada anteriormente y el número de precios que cayeron fue inferior al registro anterior.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán consulta si la observación actual incluye a todo el país y la anterior, solo a Santiago. El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto responde que ello es efectivo y aclara que el año 2009 incorpora todo el país, no así el año 2008. El Gerente de División Estudios señor Pablo García, en tanto, acota que lo expresado por el señor Soto tiene por objetivo destacar que se está ante un proceso de inflación de alimentos X1, que no es cuantitativamente parecido al registrado durante el período 2007-2008, pero que cualitativamente sí lo es. El señor Claudio Soto agrega que el análisis expuesto está asociado a la dinámica del consumo, por un lado, y, por el otro, al hecho que después del terremoto se evaluó que estos alimentos no perecibles podrían generar algunos efectos, ya sea por interrupciones en las cadenas productivas o de distribución, lo que llevó a efectuar correcciones al alza de algunos precios, que efectivamente se han materializado a partir de marzo último. Agrega que la proyección que se llevó a cabo inmediatamente después de dicha catástrofe consideró bastante inflación en estos componentes, que no se dio, y luego, en la medida que no se concretaba, se comenzaron a corregir a la baja. Aún así, manifiesta que ha habido aumentos en estos precios.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán plantea que más que señalar cuántos precios suben y cuántos bajan, estima que un indicador más eficiente, en el sentido estadístico, que recoge de mejor manera la información, es la varianza de los precios de algunos productos de la canasta ponderada por su incidencia en el IPC, es decir, desviaciones cuadráticas ponderadas por su incidencia en el IPC. En su opinión, ello permitiría saber cuáles son los precios que se escapan muy fuertemente o de manera irregular de la media, y no solo como consecuencia de la estacionalidad.

En cuanto a gastos financieros, el señor Claudio Soto explica que el aumento del impuesto de timbres y estampillas se hizo efectivo en la primera quincena del



mes, que es cuando el INE recolecta estos precios, por lo que dicho aumento debiera observarse en el IPC de julio y revertirse en agosto. Afirma que el alza por este concepto es totalmente transitoria y está incorporada en la proyección.

En relación con el precio del vestuario, reitera que su mayor caída respecto de lo proyectado constituyó una sorpresa y agrega que, dado el patrón estacional, estos podrían volver a caer en julio y luego aumentar en los dos meses siguientes. En cuanto al precio de los cigarrillos, comenta que el alza experimentada semanas atrás también fue sorpresiva y que se mantiene el supuesto de que el alza total a noviembre será de 40%.

Respecto de la tarifa eléctrica, en tanto, indica que próximamente distribuirá una nota con los detalles de su nueva forma de fijación, que es algo más compleja que la utilizada hasta comienzos de este año, ya que ahora hay alrededor de 400 contratos suscritos entre la distribuidora y la generadora, cada uno de los cuales tiene una incidencia en el precio promedio de referencia para los clientes regulados, por lo que cada vez que estos se modifiquen, van a afectar al sistema. Sostiene, en consecuencia, que de ahora en adelante se debieran observar cambios en las tarifas de manera más frecuente, pero de una magnitud menor.

En cuanto a la proyección, el señor Soto informa que el fin de semana anterior se publicaron tres decretos, que establecen un par de indexaciones y la fijación del precio de nudo, los que, en suma, se traducirían en un alza de la electricidad de 4% respecto de marzo último, fecha a la cual hacen referencia estos decretos. No obstante, indica que en julio se debiera registrar una caída de su precio, asociada a una reliquidación por una indexación a la baja que se consideró en forma tardía y que se traduce en una baja de precios transitoria. Agrega que, posteriormente, en agosto y septiembre, se harán efectivas dos nuevas alzas, como resultado de una nueva indexación al alza y la fijación del precio de nudo, las que debieran revertirse hacia diciembre.

Sobre el particular, el señor Claudio Soto hace referencia a la nota que circuló el señor Patricio Rojas esta mañana sobre la inflación. Hace presente que, en general, su análisis sobre el comportamiento del precio de la electricidad es muy similar al expuesto precedentemente, excepto por el hecho que el señor Rojas considera una reliquidación mayor, porque contempla dos indexaciones que debieron haber ocurrido desde enero hasta ahora, una de las cuales ya fue reflejada en la caída de precios de enero a febrero. Agrega que el señor Rojas está suponiendo que ello se debiera sumar en la reliquidación de julio, mientras que el Banco supone que esto ya ocurrió y, por lo tanto, no debiera haber una baja adicional en el precio de la electricidad.

Con respecto al Transantiago, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que se espera un alza de las tarifas, producto de cambios en la metodología y del juicio del panel de expertos que ha trascendido a través la prensa. Al respecto, explica que cada trayecto de micro es una variedad, cada una de las cuales tiene un ponderador, los que son inferidos por la Gerencia a partir de la matriz de viaje del 2007, ya que el INE no los publica. Informa que la matriz de ponderadores se irá ajustando, en la medida que se vayan observando los precios.

A continuación, el señor Claudio Soto indica que el Fondo de Estabilización de Precios de Combustibles Derivados de Petróleo (Fepco), que dejó de regir el 30 de junio último, será reemplazado, transitoriamente, por el Sipco, que es el Sistema de Protección de los Consumidores de Combustibles, y que luego regirá el Sepco, que es el Seguro de Protección para proteger a los contribuyentes de las variaciones de precios de



los combustibles. Al respecto, plantea que lo más relevante es que la transición del mecanismo de ajuste de precios va a operar de forma muy similar a lo que era el FEPP, que es el Fondo de Estabilización de Precios del Petróleo. Agrega que con el antiguo método, la paridad, que se obtiene de la proyección de precios internacionales, solo salía de la banda en contadas ocasiones, mientras que con el nuevo método, que amplía la banda desde 5 a 12,5%, la paridad se ubica siempre dentro de la banda, al menos en el horizonte de proyección, lo que significa que los precios van a ir directo al público, es decir, desaparecerá el suavizamiento que resultaba de la aplicación del método anterior y, por lo tanto, la incidencia en la proyección del IPC de pasar de Fepco a este nuevo sistema será bastante baja.

En razón de lo expuesto, el señor Soto hace presente que se llega a una proyección del IPC cercana a 4,1% a diciembre, algo mayor que lo estimado el mes anterior, fundamentalmente por las mayores tarifas eléctricas y por la tarifa del Transantiago, que tiene una incidencia de algo menos de una décima en la proyección al final del horizonte, lo que, en parte, se compensa con algunas correcciones a la baja en los componentes X1.

El Presidente señor José De Gregorio señala que la aplicación del remanente del impuesto de timbres y estampillas tiene una incidencia en el IPC de 0,5% y se registra solo en julio. En consecuencia, plantea que si no se hubiese reintegrado el referido impuesto, la inflación sería de solo 0,2% en julio y 1% en agosto, que es lo que se proyectaba en junio. Al respecto, el señor Claudio Soto indica que se debe tener presente que el registro de agosto se verá afectado por las tarifas eléctricas y el Transantiago y por el componente estacional de vestuario, que es significativo ese mes.

En cuanto al perfil de velocidades, el señor Soto manifiesta que se mantiene la evaluación al respecto y, finalmente, a modo de resumen en materia de inflación, señala que el aporte de los alimentos, combustibles y los componentes resto sería mayor y que esta terminaría el año en 4,1%.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, refiriéndose a los mercados financieros. Al respecto, señala que quizás lo más destacable ha sido el movimiento de las tasas *swap* desde la última RPM, que exhiben un aumento sostenido que alcanza a 50 puntos base y que registraron movimientos más significativos luego de dicha Reunión y una vez que se conoció el dato de Imacec de mayo. Agrega que las tasas de los bonos y las tasas más largas, en general, han tenido un comportamiento más bien estable.

Respecto del tipo cambio, en general, indica que la paridad con respecto al dólar ha tenido un comportamiento más bien estable, presentando solo algunos vaivenes desde la última RPM. Añade que en términos multilaterales sí ha experimentado una cierta depreciación, de 2% aproximadamente, que se refleja también en el tipo de cambio real, que se ha movido hacia la parte superior del rango de valores coherentes con el equilibrio y se ha situado en torno a 95.

Destaca, a continuación, que la Bolsa no solo registra un aumento desde la última RPM, sino que su rendimiento ha sido claramente superior al de otras bolsas regionales desde abril último.

En cuanto a las tasas de colocación, el señor Claudio Soto hace presente que se mantienen relativamente estables, excepto las tasas de los créditos hipotecarios, que, en general, están muy asociadas al comportamiento de los BCU. Sin embargo, hace



presente que, últimamente, las tasas de estos papeles han aumentado y las de los hipotecarios han caído, lo que podría estar obedecer a que las ventas de viviendas han caído, reflejando el menor precio de los créditos.

Con relación a las colocaciones, destaca que los datos mes a mes dan cuenta de su dinamismo y que estas no solo comenzaron a registrar tasas de variación anual positivas, sino que ellas han aumentado. En todo caso, indica que las tasas de variación anual del crédito aún están por debajo de los niveles alcanzados antes de la crisis, pero que las perspectivas apuntan a que dicho crecimiento persista, en la medida que perdure la dinámica que han estado registrando las colocaciones hasta ahora.

Asimismo, informa que se publicaron los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario, que arrojó que hay mayor flexibilidad en el otorgamiento de créditos por parte de los bancos y un fortalecimiento de la demanda, excepto la de las empresas inmobiliarias, lo que es coherente con la caída en las ventas del sector inmobiliario, con las menores tasas de los créditos hipotecarios y con una percepción de demanda de crédito de estos sectores que también es más baja.

El Gerente de Análisis Macroeconómico menciona luego que el ritmo de expansividad de los agregados monetarios se ha contraído, en línea con los aumentos de tasas.

Respecto de las expectativas, el señor Claudio Soto indica que las de crecimiento, que durante muchos meses se mantuvieron en 4,5% para el presente año, se corrigieron al alza después de conocido el dato del Imacec de mayo, tanto para este como para el próximo año, hasta 4,8% y algo inferior a 6%, respectivamente.

En cuanto a las expectativas de inflación, señala que las mesas de dinero a dos años y la Encuesta de Expectativas Económicas a veinticuatro meses continúan con estimaciones de inflación en torno a 3%. Al respecto, el señor Claudio Soto destaca que habitualmente reporta la mediana de la encuesta y que, en esta ocasión presenta, por primera vez, una desagregación entre el número de agentes que piensa que la inflación va a ser inferior a 3% a dos años, el número de agentes que estima que será de 3% y aquellos que prevén que será superior a 3% en el mismo horizonte. Informa que esta refleja que ha habido un cierto aumento del número de encuestados que responden que la inflación a dos años va estar por sobre el 3% y que, de hecho, si hubiese habido una respuesta más que se inclinaba por una inflación superior a 3%, habría implicado que la mediana no hubiese sido 3%, sino que mayor que 3%.

A propósito de esta información, el Presidente señor José De Gregorio plantea que sería interesante replicarla a partir de la fecha en que la inflación comenzó a aumentar, es decir, a partir del año 2006. El señor Vicepresidente, recordando lo mencionado en alguna oportunidad por el señor Rodrigo Valdés, Gerente de División de Estudios de la época, señala que este fenómeno ya estaba ocurriendo antes, por lo que cabría considerar información anterior a ese año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico continúa, haciendo presente que la mayoría de los analistas y quienes respondieron las diferentes encuestas, piensan que el Consejo del Banco Central de Chile acordará un aumento de la tasa de política monetaria de 50 puntos base, y que solo unos pocos estiman que se optará por una reducción de 25 puntos base.



Para concluir su presentación, el señor Claudio Soto informa que la curva *forward* se movió, de alguna manera, en línea con lo contemplado en el IPoM, esto es, que habrá un cierto adelantamiento en el retiro del impulso monetario y que esta curva es algo más cóncava respecto de lo que el mercado consideraba hasta un mes atrás, contemplando una tasa de 3,2% a diciembre de este año. Agrega que el movimiento de los bonos, de las tasas más largas, que fue de una magnitud menor, así como el aumento de las tasas *swap*, que se produjo anteriormente, explicarían la visión de que el retiro monetario se adelantaría respecto de lo considerado previamente.

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

El Consejero señor Sebastián Claro señala que su comentario apunta al crédito de la banca y a la FLAP, específicamente al hecho que la tasa de crecimiento del crédito se ha vuelto positiva en los últimos meses y que, al mismo tiempo, el término de la FLAP llevó a los bancos a deshacer posiciones muy líquidas, a vender PDBC y a recurrir a sus excesos de reservas para pagar sus compromisos. Sobre el particular, consulta en qué medida la importante alza de las tasas de interés de corto plazo, más allá de las expectativas de alzas de la TPM, se debió a que se aceleró el proceso de obligar a los bancos a deshacer posiciones de liquidez, en circunstancias de que ellos todavía mantenían cierta preferencia por liquidez.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón manifiesta que el planeamiento es correcto, ya que los bancos, ante la necesidad de pagar sus compromisos, compraron o vendieron depósitos de manera intensiva entre ellos, lo que explica, en gran medida, el alza de las tasas de los depósitos a plazo. Agrega que este fenómeno debiera ser transitorio, ya que las tasas o, al menos el *spread* con respecto a la *swap* promedio cámara, debieran bajar.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si ello significa que parte del alza de tasas está asociada a estas ventas de depósitos, por lo que ella sería de carácter transitorio. El señor de Ramón responde que la Gerencia División de Operaciones Financieras cuenta con los datos de precios y cantidades, y tiene individualizados a los compradores de los depósitos, que corresponden, básicamente, a bancos y fondos mutuos.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan agrega que, en junio, fueron las AFP las que liquidaron sus posiciones de depósitos de plazo en forma más significativa. Añade que ello ha sido compensado, en parte, por los fondos mutuos, que liquidan PDBC. En todo caso, indica que los actores más dinámicos han sido los fondos de pensiones en los últimos meses.

El Vicepresidente señor Manuel Marfán manifiesta que, comparando la curva *forward* presentada con la distribuida por la Gerencia División de Operaciones Financieras, hay algunas diferencias. En primer término, señala que, de acuerdo con un cálculo simple, la expectativa para la TPM a diciembre que se obtiene de la curva *forward* debiera ser 3,44 ó 3,5% y no 3,25% como acaba de señalarse, lo que es confirmado por el señor Claudio Soto.

En opinión del señor Vicepresidente, esa diferencia es relevante por dos razones. En primer término, porque lo que arroja la Encuesta de Operadores Financieros y la *forward* es prácticamente lo mismo, pero no así si esta última aumenta las expectativas en 25 puntos base. Agrega que si se supone que es probable que todos los



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 157

15.07.2010

20.-

meses se acuerde un alza de tasa, la diferencia será que ellos esperarían que hubiera un alza de 50 puntos base adicional, respecto de lo contemplado por la Gerencia División de Estudios. Al respecto, consulta cuál es el origen de las diferencias.

El Gerente de División Estudios manifiesta que la diferencia fundamental radica en que la curva expuesta se calcula para el tramo largo, de dos a más años, con los BCP, aun cuando se sabe que los BCP con la *swap* no están perfectamente arbitrados. De hecho, indica que la concavidad de la *swap* de aquí a un año es mayor que la concavidad de la curva *forward* referida, lo que refleja que el punto de llegada de la *swap* debiera estar por debajo del punto de llegada de los BCP y *forward*. Añade que, de hecho, los operadores y los analistas efectúan apuestas respecto del grado de concavidad de la curva y ello forma parte del debate de la trayectoria de la TPM.

No habiendo más comentarios, el Presidente señor José De Gregorio da por finalizada la sesión de la mañana a las 13:10 horas.

Siendo las 16:00 horas, el Presidente señor José De Gregorio abre la sesión de la tarde y da la bienvenida al Ministro de Hacienda Subrogante señor Rodrigo Álvarez, quien asiste por primera vez a una Reunión de Política Monetaria.

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

El Gerente de División Estudios inicia su presentación, indicando que en su Reunión de Política Monetaria de junio, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,00% anual, y consideró apropiado, en ese momento, iniciar el retiro del significativo estímulo monetario prevaleciente, señalando que lo continuaría a un ritmo que dependería de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas.

A continuación, el señor Pablo García menciona los principales antecedentes desde la última RPM. En primer término, señala que los mercados financieros internacionales, principalmente las bolsas, han continuado mostrando volatilidad; que el dólar se ha depreciado, en un contexto de menores tasas de interés de largo plazo; y que el foco de atención global se centra ahora en los resultados de las pruebas de tensión en Europa y en la forma como sus resultados serán enfrentados por las autoridades respectivas. Agrega que aun cuando la visión de consenso sobre el crecimiento global todavía no se ha visto alterada mayormente, se aprecia un grado algo mayor de pesimismo sobre las perspectivas de actividad luego de las cifras recientes de producción industrial, confianza y creación de empleo en diversas economías.

En segundo lugar, informa que, a nivel local, sigue siendo notorio que los mercados financieros muestran desempeños disímiles respecto del entorno global. Al respecto, precisa que los indicadores bursátiles internos han continuado marcando máximos históricos, que el costo de fondeo de las instituciones financieras se ha movido básicamente con las expectativas privadas de tasas y no con mayores primas, y que las condiciones crediticias se aprecian más holgadas.

Como tercer antecedente destacable, comenta que las cifras de actividad y demanda han vuelto a sorprender al alza, retomando tendencias similares a las observadas antes del terremoto, pero que, en todo caso, sigue siendo válido el



diagnóstico de que una parte de lo anterior responde a un abultamiento transitorio. Añade que las cifras de inflación de corto plazo se han ubicado dentro de lo previsto, con un aumento gradual de los registros subyacentes, esperándose para fines de este año niveles de inflación anual del IPC algo por sobre los previstos en el IPoM de junio último.

Respecto de la decisión que debe adoptarse en la presente Reunión, el señor Pablo García indica que los analistas esperan de forma casi unánime un incremento de la TPM de 50 puntos base, y destaca que es notable que el mensaje implícito del IPoM reciente, en términos de una trayectoria cóncava para la TPM, haya sido incorporado nitidamente en las expectativas tanto de mercado como de los analistas. Plantea, asimismo, que la principal consideración para esta ocasión es la estrategia de política monetaria contenida en el Informe citado y su coherencia con los antecedentes coyunturales, además de aspectos tácticos y comunicacionales, todo lo cual lleva a evaluar que la opción más plausible para esta Reunión es la de incrementar la TPM en 50 puntos base.

El Gerente de División aludido hace presente que la estrategia de política monetaria contenida en el último IPoM contemplaba incrementos de la TPM hasta niveles del orden de 4% hacia junio del 2011 y que, al igual que en la Reunión pasada, esto implica incrementos de 25 ó 50 puntos base durante varios trimestres. Por otro lado, señala que la trayectoria para la TPM implícita en dicho Informe sugería un perfil cóncavo, es decir, con incrementos más agresivos al principio y una convergencia a niveles algo inferiores a los implícitos en los precios de activos para fines del 2011 o principios del 2012.

El señor Pablo García subraya, a continuación, que la información coyuntural y sus implicancias para las perspectivas más inmediatas de la actividad y la demanda no es materialmente muy distinta de la considerada en el IPoM, ya que, por una parte, siguen observándose tendencias subyacentes acotadas para las presiones inflacionarias en la coyuntura; porque si bien un conjunto de analistas en la encuesta mensual, aún no mayoritario, ha desplazado las expectativas de inflación a dos años hacia niveles por encima de 3%, ello no configura todavía un desvío que se pueda considerar relevante para efectos de la política monetaria; y debido a que los riesgos de un escenario externo más débil siguen presentes, en particular a pocos días de que se conozcan finalmente los resultados de los ejercicios de tensión en la banca europea. En su opinión, estos antecedentes hacen poco recomendable acelerar el ritmo de normalización en esta ocasión.

Por otro parte, indica que se sigue evaluando que el muy significativo dinamismo reciente de la demanda y algunos componentes de la actividad tienen componentes transitorios, transitoriedad que se observa, principalmente, en las importaciones de bienes de consumo y de capital, así como en algunos indicadores de la actividad comercial. A su juicio, ello no altera el diagnóstico de que las tendencias de más mediano plazo siguen siendo positivas para Chile, en términos de crecimiento global y de condiciones financieras y precios de *commodities*. Agrega que la inflación anual se ubicará en la parte superior del rango meta, tal como estaba previsto en el IPoM. En opinión del señor Pablo García, estos antecedentes, junto con algunos de los riesgos identificados en el IPoM reciente, asociados a un dinamismo más persistente de la actividad y la demanda, llevan a descartar la posibilidad de reducir en esta ocasión el ritmo al cual se está normalizando la política monetaria.

El señor García prosigue, manifestando que aunque la velocidad a la cual se realice el proceso de normalización nunca es una elección evidente, el proceso de



elaboración del IPoM permitió comunicar dicha estrategia al menos para el corto plazo y en un escenario base, y destaca que las expectativas privadas, tanto de analistas como aquellas implícitas en los precios de activos recogieron apropiadamente los contornos de esta estrategia. Plantea que en la medida en que se estime que los escenarios de riesgo delineados en dicho IPoM no se han materializado o, al menos, cambiado significativamente de probabilidad relativa, no parece conveniente señalar en esta oportunidad un rumbo distinto de la política monetaria del que justamente está hoy implícito en estas expectativas, y que de estimarse que dichas probabilidades son distintas, lo conveniente puede ser modificar los contenidos del comunicado de la presente Reunión, destacando la mayor relevancia de alguno de los escenarios de riesgo.

Por lo anteriormente expuesto, el señor Pablo García expresa que una decisión que difiera de la que espera el mercado, sea con contenidos significativamente distintos del comunicado anterior o una decisión que sea diferente de la de un aumento de 50 puntos base, probablemente sea sorpresiva. En su opinión, ello podría señalar que el Banco tiene un diagnóstico distinto del que indicó en el último IPoM y que el Consejo considera prudente transparentar dicho mensaje.

El Presidente agradece la exposición del Gerente de División Estudios y, a continuación, ofrece la palabra al Ministro de Hacienda Subrogante señor Rodrigo Álvarez.

En primer término, el Ministro de Hacienda Subrogante señor Rodrigo Álvarez, transmite el saludo del Ministro de Hacienda señor Felipe Larraín, quien se encuentra en Nueva York participando en Chile Day 2010, y hace propicia la ocasión para agradecer, en nombre de ese Ministerio y, en particular, del Jefe de Asesores de esa Secretaría de Estado señor Rodrigo Cerda, el excelente trabajo realizado por el *staff* del Banco Central, que ha quedado de manifiesto en la presentación de la coyuntura interna y externa que el país enfrenta en la actualidad.

El señor Rodrigo Álvarez inicia su exposición, señalando que para el Ministerio de Hacienda, la cifra de inflación de junio, de 0% mensual y 1,2% en doce meses, estuvo bajo lo esperado y que parte importante del resultado estuvo influido por la caída en los precios de combustible, como la gasolina y el diesel. Agrega que el IPCX registró un alza de 0,3% mensual y el IPCX1, de 0,2%, por lo que las mediciones en doce meses se ubican en 0,1 y -0,7%, respectivamente.

Asimismo, destaca la caída de 4,1% mensual de la gasolina, debido fundamentalmente a los menores precios del petróleo a nivel internacional derivados de la crisis fiscal que atraviesa Europa, así como la caída de los precios de los combustibles y otros productos, que han permitido contrarrestar importantes alzas, como la de los precios de los cigarrillos, el servicio de transporte multimodal y diversas frutas y verduras de la estación.

Hace notar que aun cuando la inflación a junio de 2010 alcanza a 1,7%, el IPCX1 acumula 0,2% en igual período, lo que se debe a que los aumentos de precios observados durante estos últimos meses obedecen, esencialmente, a fenómenos puntuales, no existiendo, por ende, un alza de precios generalizada, al menos hasta ahora. Plantea, en consecuencia, que las cifras revelan que, a la fecha, las presiones inflacionarias se encuentran contenidas.

En cuanto a las expectativas económicas de julio, el señor Ministro de Hacienda Subrogante indica que las expectativas de inflación continúan dentro del rango



de tolerancia del Banco Central, esperándose que llegue a 3,5% este año y a 3,2% en el 2011, de lo cual se desprende que las expectativas de inflación siguen contenidas, incluso a plazos más largos.

El señor Rodrigo Álvarez prosigue, señalando que los salarios nominales tuvieron un aumento moderado en el mes de mayo y que, de hecho, las remuneraciones crecieron 3,5% en doce meses, mientras que el costo de la mano de obra lo hizo en 4,4%.

Por otra parte, comenta que el peso se ha mantenido fluctuando respecto del dólar desde la Reunión de junio, en línea con los vaivenes de la economía internacional de este período, por lo que los factores salario y tipo de cambio no parecen estar provocando presiones sobre la trayectoria inflacionaria.

En términos de actividad económica, subraya que el Imacec de mayo sorprendió al mercado, al mostrar un aumento interanual de 7,1% y superar ampliamente las expectativas, contribuyendo, de esta forma, a mejorar las perspectivas de crecimiento para la economía chilena en el 2010. No obstante, hace notar que, a pesar de ser una muy buena cifra, es preciso recordar que se enfrenta una bajísima base de comparación, por lo que no se pueden sacar conclusiones basadas en las cifras de un mes en particular. Plantea, además, que se debe tener presente que aún subsiste la incertidumbre sobre la evolución de la economía internacional, ya que la situación fiscal en varios países europeos continúa generando un grado considerable de incertidumbre externa, ensombreciendo las perspectivas de crecimiento mundial y, por ende, también de Chile.

Sostiene, además, que la materialización del escenario internacional adverso, en el que ocurre un reajuste abrupto y doloroso en los créditos fiscales, podría poner en riesgo la recuperación, aunque los riesgos de este último escenario parecen aún acotados.

Especial mención hace a que el Ministerio de Hacienda ha diseñado medidas que persiguen la consecución de un proceso de reconstrucción macroeconómicamente balanceado, buscando que se minimicen los efectos indeseables sobre el tipo de cambio, la inflación y las tasas de interés.

En este contexto, y para finalizar, el señor Rodrigo Álvarez hace presente que, como Ministerio de Hacienda, estima que lo más adecuado es continuar con el proceso de normalización de la política monetaria, para evitar posteriormente alzas abruptas que signifiquen un freno importante a la actividad.

El Presidente señor José De Gregorio, agradece la intervención del señor Ministro de Hacienda Subrogante y, a continuación, da paso a la votación, concediéndole la palabra al Consejero señor Rodrigo Vergara.

El señor Rodrigo Vergara agradece, en primer término, el trabajo preparado por el *staff* del Banco. Luego, señala que la situación económica externa no ha cambiado mayormente respecto de la última RPM, ya que los mercados financieros externos siguen mostrando volatilidad, empujados por las incertidumbres que siguen prevaleciendo en Europa. Agrega que en Estados Unidos también existe preocupación sobre la sostenibilidad de la recuperación y que desde la propia Reserva Federal se moderan las perspectivas de crecimiento. Con todo, indica que las proyecciones internacionales de crecimiento global no han sufrido cambios significativos y siguen mostrando un panorama de crecimiento importante para este y el próximo año.



En su opinión, quizás la mayor diferencia es que, de alguna manera, se consolidan las preocupaciones sobre los escenarios de riesgos. En este sentido, plantea que las cifras fiscales de muchos países, aún con los ajustes ya realizados, reflejan una importante debilidad; que las proyecciones de reducción del déficit, en muchos casos, descansan en supuestos optimistas respecto de la posibilidad de generar nuevos ingresos y/o reducir gastos; y que es esperable que esta incertidumbre se mantenga por un tiempo prolongado.

En el plano interno, hace referencia al Imacec de mayo, cuyo elevado registro constituyó una sorpresa. Al respecto, hace notar que las proyecciones para el año han ido aumentando, destacándose una fuerte aceleración en el segundo y tercer trimestre, y el hecho que la proyección de mercado para el año 2011 también sea elevada, cercana a 6%. Junto con ello, señala que la demanda interna sigue exhibiendo altas tasas de crecimiento y que, más allá de una probable moderación hacia fines de año, su incremento para el año, explicado por el consumo y, en mayor medida, por la inversión, superaría con creces el del PIB. Indica que a ello se suman la industria, que había sido fuertemente afectada por el terremoto y ahora muestra claras señales de recuperación; la construcción, que si bien exhibe señales mixtas, podría tener un repunte en la medida que se consoliden las actividades de reconstrucción; y el comercio, cuyo dinamismo debiera moderarse, pero manteniendo interesantes tasas de crecimiento.

El Consejero señor Rodrigo Vergara hace presente también que el empleo sigue mostrando fuertes tasas de incremento en doce meses, aunque en el margen se estabiliza, y que las colocaciones se aceleran y salen de la caída y estancamiento que exhibieron durante un buen tiempo.

En materia de inflación, menciona que la de junio fue algo inferior a lo previsto, no así las mediciones subyacentes, y que se espera que continúe el proceso de alza de algunas tarifas. Señala que ello, junto con algo más de presiones de demanda, llevaría la inflación de doce meses al interior del rango de tolerancia del Banco Central en el corto plazo. Agrega que el IPCX1, en tanto, se quedaría por un tiempo más prolongado bajo dicho rango, aunque mantendría su tendencia al alza.

A juicio del señor Rodrigo Vergara, las circunstancias indican que lo razonable es seguir en esta ocasión con el proceso de normalización de la política monetaria. Afirmar que la actual política monetaria sigue siendo fuertemente expansiva y que un aumento, en esta oportunidad, inferior al de la Reunión previa, daría la señal de un menor cierre de brecha y/o de inflación proyectada, lo que no es el caso. Plantea, además, que los riesgos todavía presentes en el escenario externo tampoco hacen aconsejable acelerar el ritmo y que, por lo demás, así lo ha entendido el mercado, que apuesta, en su gran mayoría, por un aumento de 50 puntos base en la TPM.

Asimismo, señala concordar con la Minuta de Opciones, en cuanto a que los contenidos del comunicado no deben ser significativamente distintos del anterior. En todo caso, es de opinión que la señal debe ser clara en cuanto a que, en el escenario base, el proceso de normalización de la política monetaria continuará en los próximos meses.

En razón de lo anteriormente expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por subir la TPM en 50 puntos base, para llevarla a 1,50%.



El Consejero señor Sebastián Claro comienza su intervención, indicando que, a grandes rasgos, las noticias recibidas en el ámbito externo e interno son coherentes con las expectativas y proyecciones, y no sugieren un desvío relevante en las perspectivas internas y externas que justifique un cambio en la trayectoria proyectada para la TPM.

Destaca que en el ámbito externo se han producido dos grandes fenómenos. Por una parte, indica que las últimas cifras de actividad tienden a confirmar una desaceleración en el margen de la actividad externa, lo que ha generado alguna corrección en ciertos activos. Detalla, al respecto, que la actividad en los primeros meses del año fue mayor que la proyectada, asociada principalmente a la recuperación de inventarios, pero que ya se observan signos de normalización en las tasas de crecimiento. En todo caso, sostiene que las proyecciones de mercado todavía mantienen una proyección auspiciosa para este y el próximo año.

Por otra parte, hace presente que se observa una tensa calma en los mercados financieros europeos y en la banca, que parecen depender, en parte, de la divulgación de los tests de estrés que se publicarán la semana próxima y que presumiblemente contribuirán a transparentar la situación de la banca. Sobre el particular, plantea que es razonable que en caso que sean necesarios cuantiosos requerimientos de capital en algunas instituciones importantes, los mecanismos debieran ser anunciados rápidamente para evitar tensiones innecesarias. En todo caso, señala que, en su opinión, las perspectivas para la recuperación económica en Europa son débiles y siguen siendo una fuente de riesgos importante, en especial, porque la situación fiscal es frágil.

En el ámbito interno, subraya que la actividad mostró un dinamismo importante, lo que da cuenta de un segundo semestre bastante más activo que el esperado. No obstante, hace notar que también se observan algunas señales de desaceleración en el margen, acorde con lo anticipado, que se derivan de los datos de importaciones, tanto de bienes de consumo como de capital, y de algunas medidas de expectativas. Indica, asimismo, que el empleo ha tenido una trayectoria creciente, aunque la última cifra sugiere cierta estabilidad.

El señor Sebastián Claro se refiere luego a la inflación, cuya cifra, si bien estuvo en línea con lo esperado y mostró registros acotados, se espera que el registro anual dé cuenta de un alza en los próximos meses, no solo por efectos puntuales, como las tarifas del transporte público o las tarifas eléctricas, sino que por las naturales presiones derivadas del dinamismo que está exhibiendo la demanda.

Plantea que el crédito también está dando señales de dinamismo, con las colocaciones creciendo en torno a 6% anual en términos nominales, y que los agregados monetarios menos líquidos todavía no muestran tasas de crecimiento en doce meses, aunque en el margen parecen estar recuperándose. A su juicio, ello da cuenta de una creciente normalización del sistema financiero y de la disponibilidad de la banca a tomar más riesgos, aunque todavía prefiere mantener una posición de liquidez anormalmente alta, fenómeno que podría mantenerse en el tiempo, dada la incertidumbre que aún persiste.

Para resumir, el Consejero señor Sebastián Claro es de opinión que sigue siendo necesario recoger parte del estímulo monetario con un alza de la TPM. Manifiesta que el mercado espera un alza de 50 puntos base de forma casi unánime y que personalmente se inclina por esa opción. Asimismo, y tal como lo sugiere la Minuta de



Opciones, estima adecuado mantener el mensaje que la velocidad de normalización de la política monetaria dependerá de la evolución de las condiciones internas y externas.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado, e indica que las noticias del último mes sugieren un panorama que no difiere significativamente del visualizado en el último IPoM.

En el frente externo, señala que la actividad real continúa expandiéndose y que las proyecciones para este y el próximo año siguen apuntando a un crecimiento relevante, impulsado principalmente por las economías emergentes. No obstante, advierte que los riesgos siguen muy presentes; que si bien se observa algún alivio en el margen, las tensiones en los mercados financieros persisten; y que los problemas estructurales que afectan a las economías desarrolladas, particularmente el deterioro de las cuentas fiscales y la debilidad de los sistemas bancarios, siguen despertando bastante preocupación. A su juicio, todo ello genera interrogantes sobre el crecimiento mundial de mediano y largo plazo. Estima, asimismo, que, en el corto plazo, lo más probable es que persista una alta volatilidad en los mercados financieros.

El señor Enrique Marshall subraya que este cuadro es particularmente complejo para las economías emergentes, que muestran en estos momentos un marcado dinamismo impulsado por factores internos, por lo que sus autoridades deben, por una parte, asegurar que el crecimiento se encauce sobre bases estables y que las presiones inflaciones permanezcan contenidas, y, por otra, monitorear con atención la evolución de los factores de riesgos que amenazan a la economía mundial.

El Consejero señor Enrique Marshall prosigue, destacando que en el frente interno, las noticias han sido bastante favorables. Al respecto, menciona que la actividad muestra una clara recuperación y que, en ese sentido, las cifras conocidas son inequívocas e, incluso, han sorprendido al alza, como ocurrió con el último Imacec. Comenta que el principal impulso proviene de la demanda interna, que se expande a un ritmo superior al de la actividad, lo que se ve reflejado en la evolución de las importaciones. Agrega que si bien esta tendencia se debería moderar, las proyecciones apuntan, de todos modos, a un crecimiento de la demanda y la actividad bastante vigoroso en los próximos trimestres. En su opinión, varios factores apoyan esta evolución: las políticas macroeconómicas en curso, en particular la política monetaria; la evolución de la masa salarial; la creciente normalización o flexibilización de las condiciones ofrecidas por los bancos y el repunte de los agregados crediticios; y el esfuerzo de reconstrucción posterior al terremoto. Sin embargo, sostiene que persiste alguna incertidumbre sobre la evolución de la demanda en el mediano plazo, por lo que advierte que el riesgo de que esta adquiera una velocidad mayor que la visualizada está presente y debe ser procesado con atención.

En materia de inflación, el señor Enrique Marshall hace presente que el último IPC sorprendió al no registrar variación, pero que ello no permite inferir cambios relevantes en su trayectoria, y que las proyecciones de corto plazo sugieren que esta seguirá subiendo y apuntando a su convergencia a la meta en el mediano plazo. Por lo demás, menciona que las cifras de inflación subyacente fueron positivas y estuvieron dentro de lo esperado. Por el lado de los costos, en tanto, señala que no se observan presiones o fuerzas que puedan tener un impacto relevante sobre la trayectoria de la inflación. En su opinión, esta última aparece fundamentalmente determinada por la evolución de la actividad y el cierre de las holguras de capacidad, lo que se espera ocurra en el transcurso del próximo año.



Especial mención hace a que las señales de normalización de la TPM entregadas por el Banco Central han sido bien asimiladas por el mercado, y que las expectativas apuntan con nitidez a un alza de 50 puntos base para esta Reunión.

En suma, expresa que el panorama no es muy distinto del que se había anticipado, ya que la actividad adquiere dinamismo y la inflación, con fluctuaciones que responden a factores puntuales, se muestra en un proceso de aproximación a niveles coherentes con la meta.

En esa perspectiva, plantea que lo que se impone es proseguir con el proceso de normalización que se inició en la Reunión anterior, ya que la TPM permanece aún en un nivel muy bajo y a una distancia apreciable de cualquier medida de tasa neutral.

En su opinión, la opción de subir la TPM en 50 puntos base surge con bastante claridad, ya que no solo resulta coherente con el diagnóstico y las señales que el Banco Central ha entregado y es lo que espera el mercado, sino porque no advierte razones o argumentos para sorprenderlo en esta oportunidad. Asimismo, manifiesta descartar otras opciones, porque podrían insinuar o sugerir un cambio de diagnóstico o de visión sobre el ritmo al cual debe proceder la normalización de la TPM. En estos momentos, enfatiza que resulta conveniente reafirmar lo que se ha señalado, lo que se logra con un ajuste como el sugerido.

En razón de los fundamentos expuestos, el Consejero señor Enrique Marshall vota por subir la TPM en 50 puntos base, para dejarla en 1,5%.

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

En primer término, indica que el Banco Central ha estado adelante de la curva, siendo el mercado el que ha reaccionado a las diversas señales de esta Institución, y destaca que la evolución del mercado y de los analistas da cuenta de una elevada credibilidad del Banco Central, respecto de los movimientos de corto plazo de la tasa de política monetaria.

En segundo lugar, señala que, sin embargo, la cantidad de respuestas de la Encuesta de Expectativas Económicas, que proyecta un crecimiento del producto en el año 2010 superior al contemplado en el escenario base y una inflación superior al 3% en el horizonte de política, sin que sea todavía mayoritaria, también ha aumentado. Manifiesta que la lectura que hace de estos antecedentes es que lo que para el Banco Central constituye un escenario de riesgo, es decir, de un crecimiento más acelerado del producto y de la demanda interna, para una fracción creciente de los analistas parece ser su escenario base. En su opinión, esta situación requiere de un monitoreo cercano, porque, citando a modo de ejemplo, en episodios similares del pasado reciente, la mayor inflación esperada por el mercado se transformó, a poco andar, en una profecía auto cumplida.

Como último comentario, hace presente que en el escenario externo, los riesgos delineados en el IPoM siguen latentes, como lo señala la Minuta de Opciones.



Al proseguir, el señor Manuel Marfán manifiesta coincidir con la Minuta, en el sentido que la normalización de la política monetaria debe continuar con un aumento de 50 puntos base en la tasa de política monetaria, ya que esa no solo es la decisión consistente con el escenario base, sino que también es lo que espera mayoritariamente el mercado. Junto con ello, señala que, a su juicio, el sesgo del comunicado debe mantenerse respecto de la Reunión anterior. Añade que un escenario en el que hay credibilidad respecto de la política monetaria del corto plazo y, a la vez, donde una fracción creciente de analistas predice una inflación superior a la meta en 24 meses, debe ser abordado oportunamente.

En su opinión, el escenario base del último IPoM sigue siendo el más probable. Menciona, asimismo, que su preocupación es más bien respecto del proceso de formación de expectativas de mediano plazo.

Por todo lo anterior, el Vicepresidente señor Manuel Marfán señala que su voto es por elevar la tasa de política monetaria en 50 puntos base y mantener el sesgo del comunicado anterior.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que la economía chilena y su entorno externo evolucionan de manera coherente con el escenario central del último IPoM. Destaca que, en el margen, la actividad doméstica sorprendió al alza, lo que ha llevado a los analistas privados a aumentar su proyección para la expansión del PIB durante este año. Indica, asimismo, que las proyecciones más recientes del FMI y de *Consensus Forecasts* prevén un crecimiento para el mundo algo superior al del último IPoM, pero que las diferencias no son lo suficientemente significativas como para afectar el escenario central del Banco. Por otra parte, señala que resulta importante subrayar que las proyecciones internacionales no han mostrado cambios respecto de las observadas antes de que se desataran las tensiones financieras en Europa, lo que responde, en parte, a un mejor desempeño de la economía mundial durante el primer trimestre.

Con todo, hace presente que el escenario internacional sigue mostrando una recuperación pausada y heterogénea, a pesar que las tensiones financieras siguen aportando una cuota de incertidumbre importante que, a su juicio, debe ser debidamente considerada en la evaluación que efectúe el Banco sobre los riesgos que enfrenta la economía chilena. Agrega que la economía mundial seguirá con un crecimiento pausado y que no se puede descartar alguna desaceleración en los países industriales, debido al proceso de desapalancamiento de los elevados niveles de deuda, al retiro de los estímulos fiscales, en especial en economías con situaciones fiscales delicadas, y al aumento de tensiones financieras. No obstante, sostiene que estos riesgos, en su estado actual, no debieran afectar el curso que hoy se espera de la política monetaria.

En el ámbito inflacionario, el Presidente señor José De Gregorio menciona que los registros de inflación de junio fueron levemente inferiores a los esperados, tanto para el IPC como el IPCX, que el IPCX1 registró una sorpresa positiva, y que estas desviaciones, que están dentro de rangos normales, confirman las principales tendencias contenidas en el último IPoM. Añade que la inflación sigue contenida y que los actuales niveles de brecha, así como la evolución de los determinantes de los costos de producción, hacen prever que, salvo por algunos aumentos de algunos precios puntuales, la inflación seguirá acotada en el futuro inmediato. Sin embargo, hace notar que la vigorosa recuperación de la economía hace anticipar que la inflación irá en aumento, lo que hace necesario continuar con el proceso de normalización de las condiciones financieras.



El señor José De Gregorio manifiesta, a continuación, que la instancia de política monetaria sigue siendo muy expansiva, en particular cuando se le compara con el grado de dinamismo que presenta la economía. Agrega que las brechas de actividad aún son amplias, lo que indica que tener una política monetaria expansiva es consistente con el cierre de estas brechas y el aumento de la inflación a su meta. No obstante, enfatiza que es importante conducir la política monetaria de manera anticipada a que se generen presiones inflacionarias inconsistentes con la meta, que puedan requerir, en el futuro, ajustes monetarios más severos y con implicancias más severas también sobre la actividad. Por esa razón y, dado que la tasa está aún muy por debajo de lo que podría considerarse como una tasa neutral, estima que continuar con un alza de 50 puntos base constituye la mejor opción hoy día. En consecuencia, y en virtud de lo expuesto, manifiesta que su voto es por subir la tasa a 1,5%.

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

Antes de finalizar la Sesión, el señor Presidente reitera a todos los presentes que el comunicado se publicará a las 18 horas, como es usual, razón por la cual la decisión adoptada en esta sesión no podrá ser informada antes de esa hora.

#### 157-01-100715 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,50% anual.

#### Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,50% anual.

En el ámbito externo, la volatilidad en los mercados financieros producto de la situación económica en Europa se mantiene elevada, y persiste la incertidumbre sobre el efecto de dichas turbulencias sobre las perspectivas de actividad mundial. Con todo, los precios del cobre y del petróleo continúan en niveles altos y el entorno externo que enfrenta la economía chilena sigue siendo favorable.

En el plano interno, la información disponible de actividad y demanda muestra un dinamismo significativo, dentro de los rangos previstos en el último Informe de Política Monetaria.

En junio, el IPC tuvo una variación nula, levemente menor a lo anticipado por el mercado, mientras que las diferentes medidas de inflación subyacente tuvieron registros positivos. Las expectativas privadas hacia fines del horizonte de política son congruentes con niveles de inflación anual en torno a 3%.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 157

15.07.2010

30.-

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:45 horas.



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Vicepresidente



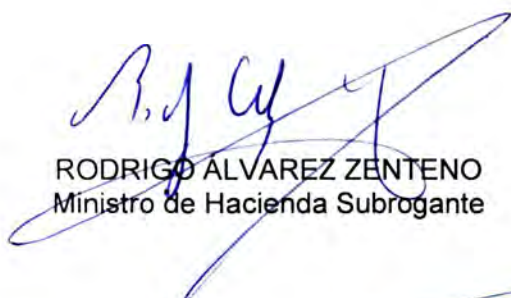
JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



RODRIGO ALVAREZ ZENTENO  
Ministro de Hacienda Subrogante



RODRIGO VERGARA MONTES  
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI  
Ministro de Fe

