



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 153 celebrada el 15 de abril de 2010

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

Asisten también los señores:

Gerente General,
don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe,
don Miguel Ángel Nacrur 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 Subrogante,
don Pablo Pincheira Brown;
Gerente de Estabilidad Financiera;
don Luis Opazo Roco;
Gerente Asesor de Comunicaciones,
don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministerio de Hacienda,
don Rodrigo Cerda Norambuena;
Economista Senior,
doña Erika Arraño González;
Asesora de la Presidencia,
doña Mariana García Schmidt; y la
Secretario General,
doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 153, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de octubre de 2010 para el día 14 de dicho mes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 153

15.04.2010

2.-

Informa, asimismo, que el Ministro de Hacienda y su asesor no asistirán a la sesión de la mañana, pero que sí estarán presentes en la de la tarde.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, para que exponga la información sobre el escenario externo.

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición, señalando que en materia de actividad industrial global, la trayectoria de recuperación se ha sostenido en términos generales, manteniendo la pendiente positiva, y que se han registrado algunas cifras dispares en el margen, como es el caso de las caídas que se observan en Japón y en algunas economías de Europa emergente.

En cuanto al mercado laboral, indica que muestra leves signos de mejora en un conjunto amplio de economías. No obstante, reporta que la confianza de los consumidores, particularmente en Estados Unidos, se mantiene en niveles reducidos, no así en otras economías, como es el caso particular de República de Corea, donde está a niveles superiores a los registrados en el período pre crisis. Agrega que los PMI (*Purchasing Managers Index*), esto es, el indicador de actividad económica que refleja cómo los Gerentes de Compra de empresas están viendo la situación económica en adelante, mantienen una trayectoria de avance.

Refiriéndose al crecimiento, el señor Lehmann informa que las cifras dadas a conocer para el cuarto trimestre del año 2009 dan cuenta de cierta heterogeneidad en las componentes que lo explican, citando, por ejemplo, el caso de Estados Unidos, donde el componente de inversión, asociado fundamentalmente a un componente importante de inventarios, es el que está dando el dinamismo al crecimiento, mientras que el aporte de las exportaciones netas es bastante marginal. Comenta que el crecimiento en Japón, en tanto, está más bien asociado a exportaciones netas y que en la zona Euro, considerando el agregado, el aumento es marginal. Agrega que el crecimiento en los países europeos es heterogéneo, ya que en Alemania se observa algún componente positivo, no así en Italia, donde no se advierte una señal muy clara de crecimiento, por cuanto los componentes muestran señales dispares, lo mismo que en Francia, donde las exportaciones netas están restando dinamismo al crecimiento y es la inversión la que está explicando el crecimiento de esta economía en el último trimestre del año 2009.

En relación con Estados Unidos, informa que el NBER todavía no se ha pronunciado sobre la fecha en que podría haber terminado la recesión, pero que los indicadores de *Leamer*, que entregan con un alto grado de certeza el momento en que se declara el término de la recesión o el inicio de ella, muestran que las tres variables o indicadores que se analizan para tal efecto, esto es, la tasa de desempleo, el empleo no agrícola y la producción industrial, arrojan que el inicio oficial de la recesión en Estados Unidos fue en diciembre de 2007, cuando los tres indicadores mencionados cruzaron simultáneamente el umbral para la detección de episodios de recesión, según el algoritmo propuesto por *Leamer*. Precisa que en esa fecha, la tasa de desempleo subió por sobre dicho umbral, en tanto que el empleo no agrícola y la producción industrial cayeron por debajo del mismo. En cuanto al momento en que eventualmente habría terminado la recesión en esa economía, señala que sería cuando las tres variables vuelven a situarse simultáneamente por bajo del referido umbral en el caso del empleo no agrícola y la tasa de desempleo, o sobre este en el caso de producción industrial, destacando que ello ya habría acontecido. Destaca, asimismo, la fase de recuperación a partir del tercer trimestre de 2009, haciendo la salvedad que habría alguna divergencia al respecto,



pudiendo haber comenzado esta en mayo o junio de 2009. En cuanto a la opinión del NBER, informa que aún no se ha atrevido a dar una fecha con precisión, porque todavía hay cierta incertidumbre o revisiones pendientes de estas cifras, pero que, en todo caso, la fase de recuperación habría comenzado alrededor de esa fecha.

Sobre el particular, el señor Lehmann hace notar que la recuperación en Estados Unidos ha sido bastante moderada, ya que la tasa de desempleo y el empleo no agrícola muestran una baja que es bastante tenue y porque la producción industrial, si bien registra una recuperación algo más importante, es de una magnitud inferior a la caída registrada con ocasión de la crisis. Asimismo, y para contar con un diagnóstico algo más acabado respecto del empleo en Estados Unidos, particularmente sobre cuál ha sido su comportamiento en esta recesión, el señor Lehmann indica que una comparación entre el comportamiento del empleo no agrícola para distintas recesiones ocurridas desde el año 1948 hasta la reciente, de 2007, arroja que la recuperación de la componente empleo ha sido, en general, bastante rápida en esta recesión en particular, pero que el ciclo del empleo ha tenido un desempeño bastante más débil en comparación con otras recuperaciones registradas tras el término de las diferentes crisis.

El Consejero señor Sebastián Claro, refiriéndose a lo expresado por el señor Lehmann en cuanto a que la recuperación aún es moderada y que el mercado laboral muestra un desempeño más débil, consulta cómo se compatibiliza dicho comentario con su propia percepción de que la Reserva Federal se ha mostrado muy optimista en sus últimas declaraciones, no necesariamente con una implicancia directa sobre la política monetaria, y que el Presidente señor Bernanke ha sido bastante explícito en decir que los escenarios de riesgo ya han finalizado.

El señor Sergio Lehmann responde que lo que ha informado está en línea con lo que el señor Bernanke ha señalado recientemente, esto es, que la recuperación en Estados Unidos todavía es leve, y que ese ha sido el argumento que se ha dado básicamente para mantener aún las tasas de política monetaria en un nivel reducido durante un período prolongado. Agrega que, en su opinión, los mercados han tomado de manera más bien optimista algunas de estas cifras y que, de hecho, se ha podido observar un aumento importante en los mercados financieros. No obstante, aventuraría a decir que la recuperación por el lado del consumo podría presentar alguna incertidumbre, derivada fundamentalmente de la evolución aún moderada de la componente empleo, que es la que tiene mayor impacto sobre el consumo.

El señor Presidente pregunta cuánto va a crecer Estados Unidos este año, a lo cual el señor Lehmann responde que se espera una cifra que oscila entre 2,5 y 3%. El señor Presidente comenta que, entonces, en menos de un año se habría recuperado lo que se perdió el año pasado, acotando el señor Lehmann que ello sería efectivo, pero que la componente de consumo probablemente ha tenido una evolución más débil en comparación con otras recuperaciones.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, señala que la opinión de la FED y del mercado se refieren a lo que se pudo haber percibido hace unos meses atrás, pero que, en términos absolutos, las comparaciones históricas dan cuenta de un colapso de actividad sin precedentes desde la postguerra y que la brecha de producto continuará siendo de una magnitud significativa por varios años más.



El Gerente de Análisis Internacional continúa con su presentación, mencionando que en materia de inflación, los registros dan cuenta de ligeros aumentos en el margen en Europa emergente, América Latina y Estados Unidos, y que las encuestas muestran, en general, una convergencia gradual a las metas de inflación respectivas. Cita el caso de Japón, que es particular, donde, de acuerdo con las cifras de *Consensus Forecasts*, la inflación se mantendrá claramente por debajo de 0%, es decir, registrará deflación prácticamente durante todo el bienio 2010 -2011.

En cuanto a Estados Unidos, informa que el dato del IPC es muy parecido al PCE (*Personal Consumption Expenditure*) como un todo, siendo este último de alrededor de 3,5%, tal vez algo mayor que el primero. Agrega que el último registro de inflación que se dio a conocer hace algunos días es coherente con un aumento a niveles de 2,5% promedio hacia el segundo trimestre del presente año, que luego debería tender a converger gradualmente a 2%.

Sobre la inflación subyacente o *core*, reporta que se observan ligeras reducciones, en particular en Estados Unidos y en la zona Euro, en tanto que en algunas economías emergentes la situación no solo es algo más dispar, sino que los últimos registros dan cuenta también de algunas caídas. No obstante, informa que las expectativas para la inflación promedio anual en el año 2010 aumentan en la mayoría de las regiones y se mantienen estables para el año próximo.

Respecto de los premios por riesgos, el Gerente de Análisis Internacional menciona particularmente el caso de Grecia, donde han fluctuado, sin ceder demasiado, entre niveles de 300 a 350 puntos base y continúan muy volátiles por los anuncios de ayuda de parte de la Comunidad Económica Europea y por el ánimo de los mercados, que a veces están más optimistas y otras suelen estar más pesimistas. Hace notar que otras economías de Europa muestran una suerte de aislamiento de la situación de Grecia, como Irlanda, que se ha mantenido bastante estable, lo mismo que España, que ha presentado un movimiento reducido luego de su preocupación inicial, respecto de encontrarse ante eventuales situaciones parecidas a las que han presentado otros países de la periferia europea.

El señor Sergio Lehmann destaca luego que ha predominado un mejor ánimo en los mercados financieros, dando cuenta de un mayor aislamiento de los problemas de la economía griega. De hecho, indica que los mercados bursátiles muestran aumentos en América Latina, Europa emergente y Asia emergente, y aumentos tal vez algo más tenues en mercados desarrollados, pero evoluciones positivas en todo caso. Agrega que las volatilidades de los mercados también han tendido a caer y que el VIX se encuentra en niveles del promedio histórico, cercano a 17%, si se considera el promedio de los últimos 20 años.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, refiriéndose a los *spreads*, consulta si las cifras expuestas consideran las noticias recientes sobre el apoyo de la Comunidad Económica Europea a Grecia. El señor Lehmann responde afirmativamente, destacando que en las últimas horas hubo alguna preocupación al respecto, produciéndose un ligero aumento. El señor Pablo García complementa, señalando que los *spreads* registraron una caída con ocasión del anuncio del apoyo, pero que posteriormente volvieron a subir, cuando las autoridades griegas informaron que no iban a recurrir al Fondo Monetario Internacional. Comenta, asimismo, que el monto del aporte del Fondo no estaba claro en el anuncio inicial, que todavía no se había producido el desembolso y que si eventualmente recurrían a los recursos, efectivamente iba a haber un programa; no obstante, menciona que las autoridades griegas aparentemente están apostando a que el solo anuncio va a calmar los mercados.



El señor Sergio Lehmann prosigue con su presentación, refiriéndose a las paridades cambiarias. Sobre el particular, informa que, en general, el dólar exhibe una depreciación más bien generalizada, con excepción del yen. Menciona que en el caso de este último, probablemente se esté frente a un retorno al *carry trade*, dado que Australia, en particular, ha estado subiendo la tasa, por lo que es posible, entonces, que estén efectuando operaciones *versus* yen, tomando posiciones en dólares australianos y originando una caída de la moneda japonesa. De hecho, indica que, en términos de expectativas, no se vislumbra una mayor acción de parte del Banco Central de Japón en los próximos 2 años, *versus* lo que se está observando en el caso de otras economías desarrolladas, donde sí se observa bastante más acción desde el punto de vista de la política monetaria.

A juicio del señor Lehmann, el yuan es otro de los elementos que ha estado generando ciertas especulaciones en los mercados, ya que, de acuerdo con la curva de futuros del yuan-dólar, se observa en lo más reciente que las expectativas del mercado se han ido moviendo hacia una eventual apreciación del yuan. Explica que si bien es bastante marginal, sería de alrededor de 5% de aquí a 12 meses, a pesar de la menor acumulación de reservas internacionales de China, que da cuenta particularmente de un aumento de las importaciones algo más acelerado que el de las exportaciones. Agrega que ello ocurre, además, en un contexto dado a conocer esta mañana en cuanto a que el crecimiento de China para el primer trimestre fue de 11,6%, el más alto en los últimos tres años, y que explica la necesidad de las autoridades chinas de ir retirando parte del impulso que han estado aplicando durante los últimos dos años.

En cuanto a la variación de paridades, el señor Sergio Lehmann informa que se observa un fortalecimiento general de las monedas respecto del dólar. Comenta que los aumentos de CDS se concentran en Europa, en especial en Grecia, en coherencia con la incertidumbre respecto del comunicado de parte de la Comunidad Económica Europea y la consiguiente reacción del mercado.

El Gerente de Análisis Internacional, haciendo mención a las tasas de interés, informa que se observa un aumento en las de largo plazo en Estados Unidos, debido al informe de empleo y subastas de bonos del Tesoro con baja demanda, y que en la zona Euro las tasas largas muestran bastante estabilidad.

Respecto de los contratos futuros y las expectativas de *Fed Funds*, el señor Lehmann señala que al menos para Estados Unidos, no habría aumento sino hasta finales del año 2010, en coherencia, de hecho, con lo que el Presidente Bernanke declaró horas antes. En el caso de la Zona Euro, advierte que el cálculo es algo más engañoso, porque predominan básicamente las operaciones *forward* para la EONIA, la que, se sabe, ha estado sistemáticamente por debajo de la tasa de política monetaria de 1%. Al respecto, hace presente que la Gerencia a su cargo está considerando que una vez que la EONIA sobrepase el 1%, recién entonces empezará a actuar o a ajustarse la política monetaria, lo cual ocurriría recién en el primer o segundo trimestre del año 2011. En el caso de Japón, agrega que la situación se ve bastante plana, en coherencia con lo planteado precedentemente y en coherencia también con la evolución que ha tenido el precio del yen.

El señor Presidente consulta si Estados Unidos comenzaría a subir la tasa a mediados de año. El señor Lehmann responde que se estima que lo hará más bien hacia el último trimestre de este año y que, respecto de la última RPM, el alza se ha postergado nuevamente, en coherencia con los dichos de la FED de que mantendría las tasas bajas durante un período prolongado.



El Gerente de Análisis Internacional, refiriéndose brevemente a los movimientos en las tasas de política monetaria, indica que los primeros se producirían en el segundo semestre del presente año.

Para finalizar, el señor Sergio Lehmann informa sobre el aumento en los precios de los *commodities*, en particular el de los metales, que ascendió a 7%, y el del cobre, que fue de 6%, muy en línea con lo que ha ocurrido con el resto de los metales. Señala que los precios de la energía también han aumentado, pero de forma algo más moderada, y que el precio del petróleo ha subido 3%. Agrega que granos y cereales se han mantenido relativamente estables y que, incluso, en el margen muestra una ligera caída. Desde una perspectiva algo más extensa, específicamente desde enero del 2009, destaca el aumento importante registrado por el precio del cobre, en línea con lo que ha estado ocurriendo con otros metales, pero sí con un índice algo más alto que el resto de ellos, mientras que granos y cereales, así como el oro, exhiben una dinámica más moderada.

El señor Presidente agradece la presentación del señor Lehmann y no habiendo comentarios, concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, para que presente el escenario interno.

El señor Claudio Soto comienza su presentación, mencionando que el dato del Imacec de febrero sorprendió a la baja, tanto al Banco como al mercado, afectado por las consecuencias del terremoto y porque los nuevos antecedentes disponibles desde el cierre del IPoM indican que el impacto negativo de la catástrofe se ha reflejado en las cifras preliminares de actividad. Al respecto, informa que se ha seguido la evolución diaria del consumo energético, observándose una recuperación, no así los despachos de cemento, que muestran una importante caída, lo mismo que las exportaciones industriales. Informa, asimismo, que la semana previa a la presente Reunión, se conocieron las expectativas del IMCE, que si bien se ajustaron a la baja, debe considerarse que ese resultado corresponde a la situación actual de la empresa. Añade que las expectativas a seis meses, en tanto, todavía están en terreno optimista. Hace notar especialmente que la percepción respecto de los inventarios se ajustó bastante a la baja, como consecuencia de una pérdida o destrucción de stock, lo que constituye una desarticulación del flujo. En resumen, comenta que la situación descrita indicaría una mayor recuperación más adelante, que coincide, de alguna manera, con el escenario del último IPoM.

El señor Soto menciona a continuación que las perspectivas de los consumidores registran un ajuste a la baja, pero que a doce meses, si bien muestran un ajuste en la misma dirección, se mantienen en niveles bastante optimistas. Al respecto, señala que la pregunta sobre cuál es la percepción respecto de las condiciones para la compra de viviendas o artículos para el hogar arrojó una fuerte caída luego del terremoto. Hace presente que estos resultados corresponden a una encuesta realizada durante la segunda quincena de marzo, que en esta oportunidad incluyó algunas preguntas específicas sobre el terremoto, lo que no es habitual. Informa que se consultó cuál era la percepción del efecto de esta catástrofe en cuatro áreas y que los resultados indican, en general, que la percepción respecto de la situación del país es bastante más pesimista, ya que el 66% de los encuestados manifestó que el efecto del terremoto va a ser negativo; el 43% que la situación familiar va a ser negativa; y en cuanto al empleo, que la visión es más bien positiva en adelante, ya que poco menos del 60% de los encuestados estima que el terremoto constituye un impacto positivo para esta variable. Sobre el crecimiento del país, en tanto, informa que hay una fracción relevante de la población que considera que la catástrofe va a tener un impacto positivo.



El Gerente de Análisis Macroeconómico, refiriéndose a las importaciones, hace notar que los datos de marzo dieron cuenta de un fuerte aumento de las mismas, tal como lo había anticipado esa Gerencia. Añade que estas registraron un aumento significativo por mayor inversión y también por sustitución de producción doméstica, lo que quedó claramente reflejado, por ejemplo, en el caso de las importaciones de bienes de consumo, que están muy por sobre el patrón habitual promedio para marzo.

El señor Presidente llama la atención sobre el *peak* que registraron las importaciones durante la tercera semana de marzo, ya que luego experimentaron una brusca caída. El señor Claudio Soto comenta que dada la volatilidad habitual, probablemente se observe un nuevo repunte en abril, en línea con lo que la Gerencia ha diagnosticado de alguna manera.

El señor Soto prosigue, señalando que el escenario de proyección contempla una fuerte caída de la actividad en marzo y una recuperación hacia junio. Agrega que la trayectoria para el Imacec de marzo da cuenta de una caída de -1% y que los antecedentes de la Encuesta de Expectativas Económicas anticipan una caída de 1,2% para ese mes. Informa, asimismo, que se han llevado a cabo una serie de estimaciones con modelos que utilizan las respuestas al IMCE y los datos de exportaciones industriales y de consumo energético de marzo como regresores, para evaluar el efecto que podría haber tenido el terremoto en ese mes, las que han arrojado un crecimiento real anual del orden de 0,8% para marzo, mientras que otras estimaciones dan un mayor crecimiento aún para entonces, de 3,4%. Agrega que si se analizan las ramas industriales, rama por rama, y se consideran escenarios más bien pesimistas también rama por rama, considerando los sectores que se han visto más afectados, se podría terminar con un escenario de crecimiento para marzo de -1,9%.

Por otro lado, el señor Claudio Soto hace presente que la incertidumbre respecto del Imacec de marzo está claramente capturada en la Encuesta de Expectativas Económicas de abril, que da cuenta de cómo ha aumentado la dispersión de las respuestas respecto de aquellas que arrojaron las encuestas de febrero y marzo, e indica que el ICP está en -1,0 y la mediana, en -1,2.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala a continuación que con los antecedentes de febrero se ha afinado un poco el detalle sectorial de las proyecciones y que viendo la apertura por sectores, se observa que no se está cambiando la proyección respecto de lo que se tenía en el IPoM, ya que el paso de 2,0 a 1,9% obedece más bien a ajustes de las centésimas. Explica que estos resultados se construyen, en el fondo, con un escenario en el que se está castigando bastante la trayectoria de pesca, que es donde la industria precisamente se está ajustando a la baja de manera importante, y donde construcción se ve un poco al alza, aun cuando ya está estaba castigada en marzo, cuando ya había ocurrido el terremoto. Recuerda que 3% fue el primer número considerado en las primeras proyecciones y que el 2% fue con el que se cerró el IPoM una vez que se conoció el dato del Imacec de febrero. Sostiene que, en el fondo, esta proyección de alguna manera hace el encuadre por el lado de la oferta con el dato considerado en febrero.

Continúa manifestando que no hay grandes cambios respecto de la trayectoria de la demanda interna, ya que, en general, el terremoto se va a ver reflejado en algo de menor demanda interna, pero también en algo de menores exportaciones, las que se están viendo limitadas por problemas de oferta.



En cuanto al perfil de velocidades, el señor Claudio Soto señala que en el escenario está implícita una velocidad sin terremoto de 6% y que parte de la caída se estaría recuperando hacia el segundo semestre de este año.

El señor Soto destaca luego que un antecedente adicional que se conoció dos días atrás dice relación con el gasto público para este año, que sería 3,3% mayor como consecuencia del arrastre del gasto público del año pasado. Aclara que este mayor gasto no fue considerado en el IPoM y que esa Gerencia cargo tiene aún un elevado grado de incertidumbre respecto del mismo, ya que si bien se sabe que habitualmente hay un cargo por concepto de gasto público de un año para otro, se desconoce si este 3,3% se considerará un *carryover* hacia el año 2011. Señala que si ello no fuese así y, por el contrario, se contempla gastarlo completamente este año, implicaría un aumento del crecimiento real del gasto respecto de la Ley de Presupuestos de 5,5%. Agrega que el déficit estructural coherente con este 5,5%, que es lo que anunció públicamente el Ministerio de Hacienda hace un par de días, es de -1,2%, que no consideraba el paquete de reconstrucción, y que si se consideran los US\$800 millones de deuda de ese paquete para este año, se llega a un déficit estructural de -1,7% en la medición del Ministerio de Hacienda. Plantea que si se considera, además, el ajuste en el tamaño de la brecha, se podría llegar a un déficit estructural de -2,7%.

El Consejero señor Enrique Marshall solicita se explique cómo se incorpora el referido paquete fiscal.

El señor Pablo García indica que el paquete implícito en el IPoM, como supuesto de trabajo para este año, ascendía, en términos gruesos, a US\$1.500 millones, de los cuales US\$700 millones ya estaban financiados vía reasignación, por lo que el neto era de US\$800 millones adicionales de gasto. Informa que cuando el Ministerio de Hacienda entregó esta cifra de 3,3% de mayor gasto de arrastre, ello llevó a un crecimiento de 5,5% para este año, bajo el supuesto de que no hay ningún arrastre de este año al próximo, lo que, a su vez, lleva a un déficit estructural de 1,2%. A eso, se suma luego el supuesto del programa fiscal de reconstrucción y por eso se llega al 1,7% de déficit estructural.

El señor Enrique Marshall comenta que el diario El Mercurio dio cuenta esta mañana de algo distinto, mencionando los PPM del año pasado, a lo cual el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, indica que eso tiene que ver con la cifra de déficit efectivo y superávit efectivo.

El señor Claudio Soto explica que el supuesto de Hacienda en la contabilidad del déficit del año pasado, consistió en que las bajas transitorias de impuestos no correspondían a una caída de los ingresos estructurales. Agrega que eso no afecta mucho la contabilidad del ingreso estructural de este año, en el sentido que se devuelven los impuestos este año y que ello es más bien para la contabilización de cuánto fue la brecha estructural del año pasado.

El Consejero señor Rodrigo Vergara señala haber entendido que las bajas transitorias había que sacarlas, lo que es correcto, y que eso se recuperaba este año. Añade que si se postergan los impuestos, se tendrá menos recaudación este año y más el próximo, pero que en ambos casos va a haber una distorsión.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, comenta que eso ocurre todos los años, ya que es parte del sistema de recaudación de impuestos, replicando el señor Vergara que el año pasado hubo una política específica de postergación de pagos, esto es, la baja de los PPM transitoria. El señor Marfán agrega que ello no debiera afectar los ingresos estructurales, ya que



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 153

15.04.2010

9.-

el PPM solo es un pago adelantado de impuestos, por lo que si se ajusta a la baja, la operación renta siguiente se compensa totalmente.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que, a su entender, el *bottom line* de la discusión es que el presupuesto para este año, aprobado en septiembre del año pasado, se aprobó con un superávit estructural de cero y que dado este *carry over* de gasto, iba a ser -1,2%. Comenta que si sobre eso hay un paquete fiscal y un ajuste de brecha de producto, entonces el déficit estructural es de 2,7% y que el efecto de este *carry over de gastos* oscila entre 0 y -1,2%. El señor Pablo García confirma que ello es exactamente así, agregando que si no hubiera *carry over*, el déficit estructural sería inferior.

El señor Rodrigo Vergara solicita se le detalle qué es exactamente el *carry over*. El señor Soto responde que los tres ítems más importantes son los mayores reajustes en el sector público, que se acordaron después de aprobada la Ley de Presupuestos y que se están considerando como mayor gasto para este año; una serie de partidas de proyectos de inversión del MOP que venían del año pasado y que se trasladan para este; y, además, el mayor pago de intereses por la deuda externa.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, manifiesta tener la impresión que no hay que enredarse demasiado en esta discusión. Señala que si se pensara que el terremoto cambió estructuralmente la economía, también se debieran ajustar a la baja los ingresos tributarios permanentes por el efecto del mismo.

Al respecto, estima, en primer término, que la regla de superávit estructural es válida para poder fijar la Ley de Presupuestos y que cualquier cambio metodológico que se introduzca debiera afectar a las leyes de presupuestos posteriores. En su opinión, si en la Ley de Presupuestos del año pasado se fijó el gasto con buena fe y, por lo tanto, los ingresos estructurales que se consideraron para efectos de la ley son algo más de \$23 billones, eso es lo que debiera considerarse para efectos del cumplimiento de la regla, porque si este se modifica sobre la marcha durante el año, al final se está dirigiendo a algo muy parecido a una regla que apunta a un déficit efectivo, por lo que pasa a ser muy pro cíclico.

En segundo lugar, hace presente que el año pasado hubo una sorpresa tributaria, porque la recaudación del impuesto a la renta fue anormalmente baja. Entonces, agrega, no se ajustó la regla fiscal para el gasto de ese año, porque, de lo contrario, la reacción habría sido muy pro cíclica.

En tercer lugar, comenta que los gastos en el sector público no se determinan mes a mes, mencionando, por ejemplo, que un proyecto tiene un calendario de pagos y de gastos que, incluso, puede trascender un año. Luego, señala que la comparación que corresponde hacer es si los gastos que están comprometidos al momento de hacer la evaluación son mayores, iguales o inferiores al de un año normal, porque si son mayores, comparte que se estará en problemas, pero si son menores, habrá holguras. En su opinión, es imposible que los gastos se determinen mes a mes, como tampoco se puede evaluar la Ley de Presupuestos en un mes en particular, a no ser que se reconsidere qué es lo normal a esas alturas. Manifiesta que ese es un referente que, obviamente, está faltando. Agrega que muchas veces hay *carry over* de un año para otro, porque el proyecto, que duraba un año, se inició en noviembre, por lo que si el Gobierno anterior hizo las cosas con apuro para tratar de gastar más y dejar comprometidos más gastos, eso constituye una complicación, por lo que correspondería tener alguna noción de qué es lo normal en esta materia para poder hacer una comparación justa.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 153

15.04.2010

10.-

Finalmente, manifiesta que lo mejor es sincerar las dos discusiones, esto es, la discusión respecto de la metodología para estimar el gasto y aquella sobre cuáles son las necesidades de gastos. En su opinión, si se mezclan ambas discusiones, de alguna manera se está enredando un instrumento de política fiscal que ha sido útil y que ojalá siga siéndolo para hacer política.

El Consejero señor Enrique Marshall declara estar confundido y que para él, en definitiva, lo relevante es saber si estos nuevos antecedentes modifican el escenario con que se trabaja en el Banco y si el impulso fiscal está implícito en él.

Al respecto, el señor Pablo García formula las siguientes observaciones. En primer término, hace presente que el Banco informó de esto al Ministerio de Hacienda para saber si este *carry over* de gastos del año pasado para este año era excepcionalmente alto respecto de otros años. Al respecto, indicó que el Ministerio de Hacienda señaló no saberlo, ya que este ejercicio lo efectúan en junio todos los años y ahora lo hicieron en la mitad del primer semestre. En segundo término, declara estar de acuerdo con el señor Manuel Marfán y compartir la misma duda con el señor Enrique Marshall, en cuanto a que no se sabe si se trata de un mayor o menor impulso fiscal respecto de lo que se tiene en el IPoM. Indica que, desde el IPoM, las noticias han aumentado las dudas, justamente porque apareció la discusión sobre más gastos comprometidos, del orden de US\$1.500 millones, y se desconoce si eso efectivamente va a llevar a más impulso respecto de lo que se tenía en el escenario del IPoM.

El Presidente, señor José De Gregorio, manifiesta que es muy difícil que esto pueda ser resuelto en la presente jornada. Señala entender que el plan de financiamiento debiera ser anunciado luego, por lo que sugiere esperar a conocerlo y luego efectuar un ajuste más completo a todo el panorama fiscal.

Para concluir este tema, el señor Pablo García hace presente que la Gerencia de División Estudios solo quería transmitir la misma incertidumbre que comparten los señores Consejeros.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, indicando que hasta antes del terremoto se observaba una fuerte recuperación del empleo. Destaca que la velocidad que traía el empleo asalariado venía creciendo de manera importante durante los últimos meses y había llevado a que la tasa de desempleo desestacionalizada cayera de manera fuerte en febrero, hasta 9%.

Respecto de los posibles efectos que pueda tener el terremoto en el empleo, el señor Claudio Soto informa que no se cuenta con antecedentes suficientes como para conocerlos en este momento, pero que sí hay algunos antecedentes históricos respecto de lo que ocurrió después del terremoto del año 1985, que muestran que en esa oportunidad no hubo efectos significativos en los meses siguientes a la catástrofe.

El señor Claudio Soto, refiriéndose a los salarios nominales, menciona que en el mes de enero se observó una caída, en febrero un aumento de magnitudes menores que las registradas durante el año pasado, con lo que la tasa de variación de los salarios reales sigue cayendo.



En cuanto al IPC, el señor Soto destaca que el registro de marzo, de 0,1%, sorprendió a la baja, y que la estimación que se tenía era de 0,8%. Comenta que la sorpresa se dio principalmente en el componente más bien *core* del IPC, y que si se revisan los distintos componentes, las sorpresas se concentraron en vestuario, transporte y alimentos. Explica que en el caso de transporte, ello se debió a un efecto estacional. Al respecto, menciona que se sabía que caería en marzo; sin embargo, las noticias de la primera semana de ese mes indicaron que las tarifas de buses no estaban disminuyendo, llevando a la Gerencia a no ceñirse al patrón estacional habitual de transporte, lo que se reflejó en el error de 0,37 puntos porcentuales de mayor incidencia mensual efectiva. En el caso de vestuario, alude a una historia de un año de estacionalidad con la nueva serie, señalando que se cuenta con la historia reconstruida a partir de los precios micro, que mostraban que había una alta estacionalidad en el precio del vestuario en marzo, mes en que iba a subir bastante. Indica que eso determinó que se proyectara un incremento en el precio del vestuario, que finalmente no se materializó. Resume que esos fueron los dos componentes más significativos que explican el error en la proyección, que fue de casi medio punto. En el caso de alimentos, en tanto, declara que se pensó que iban a experimentar un alza, que sí sucedió, pero en una magnitud menor.

Menciona también que otros componentes tuvieron incidencias menores, como el caso de educación, donde no se levantaron los precios en las regiones afectadas por el terremoto, pero que sí se estarían levantando el próximo mes, por lo que se espera que esta diferencia se recupere para entonces. Aclara que los precios no levantados se consideran precios sin variación y que lo que se hizo en esta oportunidad excepcional fue considerar los precios de las otras macro zonas, de la macro zona central, o sea, Santiago.

En relación con la sorpresa de inflación, el Consejero señor Sebastián Claro se refiere a la corrección de 0,4 a 0,7% que se efectuó a la inflación de marzo por efecto del terremoto, la que se desharía algo en abril o mayo. Sobre el particular, consulta si esa diferencia que se corrigió fue generalizada o si afectó solo a algunos ítems, de tal forma de poder descifrar si parte de la diferencia o del error se debió a ese supuesto.

El señor Soto responde que en alimentos se tiene un alza relevante para marzo y que en las primeras semanas de abril se observan aumentos bastante importantes en el caso de alimentos X1. Informa que los seguimientos de precios también sugieren significativas alzas en arriendos y buses en el mes de abril, alza que también se registraría en mayo en el caso del transporte interurbano.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, pregunta si el aumento de precios de los alimentos reportados es el resultado de cotizaciones efectuadas por la Gerencia de Análisis Macroeconómico, lo cual es confirmado por el señor Soto. El señor Marfán continúa, declarando que no se puede descartar que la inflación que se va a observar probablemente en abril haya ocurrido en marzo, habida cuenta que en marzo se imputó una variación de cero en la zona donde probablemente los precios experimentaron un alza más significativa. El señor Soto aclara que eso también está considerándose en la proyección.

Por último, el señor Claudio Soto indica que en el caso de los arriendos se observaron aumentos que no fueron reflejados en el IPC, y que hacia finales de marzo se observaron aumentos importantes, que también se están considerando en la proyección.

Para complementar el diagnóstico respecto de la inflación, el señor Soto menciona que las expectativas empresariales apuntan a un significativo aumento de la misma.



En cuanto a la proyección, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que se están considerando trayectorias de la gasolina que son virtualmente las mismas que se tenían para el cierre del IPoM. Destaca que desde entonces no ha habido muchas novedades, por lo que los principales supuestos son muy similares a los considerados en ese Informe. Al respecto, detalla que el tipo de cambio se ha apreciado un poco desde entonces; que el supuesto del precio del petróleo es exactamente el mismo que el del IPoM, pero que los precios *spot* de gasolinas son algo mayores en el mercado doméstico, modificando un poco su trayectoria; y que en el caso de perecibles, la trayectoria también es muy similar a lo que se tenía para el cierre del IPoM.

Respecto del vestuario, el señor Claudio Soto explica que en la proyección se está considerando algo de estacionalidad, ya que no se están contemplando bajas tan fuertes en julio como las registradas el año pasado; que sí se prevé un aumento estacional hacia agosto, que coincidiría con el patrón estacional observado el año pasado; y que se descartaría el patrón estacional de septiembre de años anteriores, mes en que los precios del vestuario aumentaban significativamente.

El Gerente de División Estudios comenta que, respecto de vestuario, el INE cambió los puntos de recolección de precios y dejó de suavizar la serie. Hace presente que, hasta ahora, la Gerencia a su cargo más bien adjudica a lo segundo el principal efecto de lo que había ocurrido en dicha materia.

El señor Claudio Soto prosigue, señalando que la proyección que se tiene en abril da cuenta que el último tramo del horizonte de proyecciones es bastante similar al vigente al cierre del IPoM y que la diferencia es de una décima menor en el caso del IPC de agosto, debido, principalmente, a la sorpresa en el caso de vestuario, que va a tener un efecto más persistente.

El señor Soto explica a continuación que el aumento de precios de alimentos, buses y educación que se espera para abril, llevan a corregir al alza la variación del IPC de abril desde 0,6%, que se tenía al cierre del IPoM, a 0,8%, y en el caso de mayo, desde 0,1 a 0,4%, y que, a partir de entonces, entran a operar elementos estacionales. Destaca que en la proyección se considera una rebaja en la tarifa eléctrica hacia junio, en que el efecto de la indexación se devuelve parcialmente en julio, y que se está considerando también que en julio se devuelve lo que queda del impuesto de timbres y estampillas, que tiene un efecto de 0,6 décimas aproximadamente en el IPC de julio. Señala que en caso que eso no ocurriera, habría que hacer un ajuste a la baja en la inflación del IPCX y del IPC.

El Consejero señor Rodrigo Vergara pregunta en cuánto afecta el alza del Transantiago, a lo cual el señor Soto responde que a los \$30 ya considerados hay que agregar un extra de \$10 en este horizonte. Añade que después, cuando se hizo la proyección para el año, se había considerado algo más para el segundo semestre.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si el impacto en el IPC sería de 0,6% en caso que no se devuelva el impuesto de timbres y estampillas, respondiendo el señor Soto que eso es efectivo y que la variación mensual de 0,9% que se espera en julio obedece precisamente a ello.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, señala que, de acuerdo con sus cálculos, en el IPoM se tenía una inflación acumulada en el bimestre marzo abril de 1,5%, aproximadamente, y que la variación de 0,1% registrada en marzo obedecería en una parte



sustantiva al hecho que se imputó como 0 la variación de precios que realmente hubo, pero que no pudo ser catastrada. El señor Pablo García aclara que la imputación con variación 0 fue solamente para educación en las zonas afectadas, un poco menos de una décima, en tanto que el resto fue imputado con las variaciones efectivas de Santiago.

En opinión del señor Marfán, todos suponen que probablemente las variaciones en las zonas afectadas fueron superiores y que el bimestre marzo-abril daría cuenta de la verdadera inflación del bimestre, aun cuando ningún mes en particular sería fidedigno. El señor Marfán advierte que hay una diferencia en ese bimestre de medio punto y no habría un rebote por el hecho de haber catastrado en Santiago los precios de Concepción.

El señor Pablo García señala que el rebote ocurre para la proyección más bien en cuatro meses y no en dos, o en tres meses y no en uno, o sea, en abril, mayo y junio, y no en abril solamente. Cita el caso de alimentos X1, respecto de los cuales se podría decir que lo que ocurrió fue que proyectado era una variación razonablemente esperable dado el terremoto, y que fue menor, porque se imputó la inflación de los alimentos X1 en Santiago. Aclara que eso se está deshaciendo totalmente en abril, mes en que se vuelve a una trayectoria que es bastante más alta.

El señor Manuel Marfán plantea que este tema es muy importante, porque si queda la percepción de que el Consejo no evaluó subir la tasa hoy, porque la inflación de marzo fue baja, y después la subió, porque la inflación de abril fue alta, entonces la sensación que queda es que el Consejo se encuentra en problemas. Dado eso, pregunta cuál sería la forma de comunicar que la inflación mensual sube de 0,1 a 0,8%, o quizás más, sin que ello genere una reacción indeseada, o si acaso habría que señalar que el Consejo sigue pensando que la verdadera inflación de marzo, que se va a corregir en abril, sería algo más alta.

El señor Presidente manifiesta que eso lo dejaría a criterio de cada Consejero, agregando tener una visión algo matizada al respecto, por lo que trasladaría la discusión para el cierre. Indica que más allá de los datos mismos, existe la percepción de que parte de la caída de la inflación obedeció a alzas que no se registraron y que vienen el otro mes. Asimismo, y dado un escenario tan incierto, en que dos meses con inflación muy baja pueden dar vuelta todo el IPoM, cuando en la práctica se estaba esperando que, independientemente de lo que aconteciera en estos meses, fuera un gran componente transitorio, anticipa que la discusión que se debe sostener al respecto resultará ser muy complicada.

El Consejero señor Sebastián Claro alude a la inquietud expresada por el señor Marfán, manifestando que la compartía y que la habían discutido antes, pero que su lectura del tema de la inflación es que, efectivamente, si en vez del bimestre se considera el trimestre marzo, abril y mayo, la diferencia entre lo que se está suponiendo ahora y el IPoM es muy marginal. Recuerda que, originalmente, el supuesto que había sobre el efecto del terremoto en la inflación no necesariamente desaparecía el mes siguiente, sino que en dos meses o en el margen en tres meses y que, por lo tanto, lo que se está haciendo es correr ese mismo efecto en un mes, por lo que no hay un cambio estructural en la estimación respecto de lo que fue el impacto de la catástrofe.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, aclara que se refería puramente al problema metodológico del INE.



Al respecto, el señor Pablo García explica que dicho problema no es identificable, porque puede ser identificado como un supuesto sobre cuánto habría sido la inflación o cuánto se supone que fue el efecto inflacionario con el terremoto en el corto plazo, pero las proyecciones obviamente se van ajustando. A modo de ejemplo, cita el caso de alimentos, respecto del cual se supuso que el efecto inflacionario del terremoto en los precios de marzo sería mayor que el que fue efectivamente. Señala que ello no ha llevado a corregir la proyección a la baja para abril, sino que esta se está manteniendo, por lo que la mayor inflación que se observó se va a medir en abril, porque el acumulado entre febrero y abril es el mismo que se tuvo en marzo. En el caso de vestuario, agrega, se está usando otro juicio, ya que en ese caso se está diciendo que hay más bien un problema con la estacionalidad de la nueva canasta, porque la diferencia es muy grande, de tres décimas.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue, señalando que, en el fondo, tanto el Banco como el mercado están corrigiendo al alza la proyección de abril. Comenta que eso es precisamente lo que se observa en los seguros de inflación y en las proyecciones que reporta Riskamerica. Dada esta trayectoria para la inflación, indica que se tiene un gradual aumento de la velocidad del IPCX1 sin vestuario, lo que es coherente con la idea de que la velocidad de cierre de brechas aumentará en adelante, en la medida que la economía empiece a retomar su ritmo de crecimiento.

Agrega que si se descompone la proyección de inflación en adelante, lo que estaría explicando el aumento de la inflación sería el combustible, alimentos y los componentes resto, que son los principales componentes que hacen subir la inflación.

Refiriéndose ahora a los mercados financieros, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que después de la publicación de la minuta de la RPM de marzo y del último IPoM, se produjo un aumento muy importante en las tasas *swap*, y que dos días después, cuando se conoció el dato de IPC, tendieron a caer, solamente por una lectura inicial de que había una cierta sobre-reacción o que la lectura de inflación podía ser más pesimista en adelante. No obstante, y coherente con lo que mencionó respecto de los seguros, el señor Soto hace notar que conforme pasaron los días, nuevamente se produjo un aumento en las tasas *swap*, probablemente porque se entendió que la sorpresa de marzo no era inflación, sino que la inflación simplemente se había postergado. Comenta que eso también se está reflejado, de alguna manera, en las tasas en Unidades de Fomento, que registraron un importante aumento y luego volvieron a caer.

Las tasas nominales, prosigue, no registraron grandes movimientos, a diferencia de meses atrás, cuando tuvieron movimientos importantes y muy bruscos.

El señor Claudio Soto informa luego que las tasas de colocación, que cayeron de manera más o menos relevante en marzo, aumentaron levemente en abril. Precisa que no es el caso de las tasas hipotecarias, que más bien tendieron a caer en marzo y en las dos primeras semanas de abril.

Respecto de la dispersión de las tasas, sobre lo cual consultó el señor Vicepresidente en la Reunión pasada, menciona que las medidas de dispersión se han mantenido más bien altas y que en el margen se observó un pequeño aumento, pero no comparable con el que se registró cuando estalló la crisis financiera a fines del 2008.



A continuación, el señor Claudio Soto indica que los resultados de la Encuesta de Condiciones Financieras se conocieron el día anterior, dando paso al Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan, para que la comente.

El señor Kevin Cowan informa que por el lado de la oferta hay una leve mejora en las condiciones del financiamiento para los hogares, tanto en consumo e hipotecario, la que según lo explicado por los bancos, se debe principalmente a una mayor competencia de oferentes no bancarios y a una caída en la percepción de riesgo de crédito que se está materializando en un menor *spread* sobre ambos tipos de crédito. Para las grandes empresas, continúa, no se observan cambios en las condiciones de oferta, mientras que en las pymes se advierte un leve deterioro en las condiciones que ofrecen los bancos, debido, en principio, a un mayor riesgo de crédito, que se ha materializado en alzas en los *spreads* y en los requisitos de garantía. En suma, menciona que los bancos han reportado un panorama mixto por el lado de la oferta.

Por el lado de la demanda, el señor Cowan señala que se registra un deterioro en la percepción de los bancos respecto de la demanda por créditos de consumo, en tanto que por el lado de las empresas se observa un leve aumento en las empresas grandes por perspectivas de mayor demanda de capital de trabajo, lo cual parece ser consistente con mayores necesidades de liquidez. Hace presente que lo más curioso resulta ser la caída de la demanda que los bancos reportan de parte de las pymes, argumentando menores necesidades de capital de trabajo y menores necesidades de inversión.

El Gerente de División aludido comenta luego que la encuesta incluyó esta vez un anexo, que preguntó por las perspectivas en las condiciones crediticias para pymes y personas para este año, separando las regiones directamente afectadas, que son la Sexta, Séptima y Octava, del resto del país. Indica que los resultados arrojaron que en las regiones más afectadas se observan para las empresas condiciones más contractivas en *spread*, garantías y montos, y algo más flexibles en términos de plazo, en línea con lo que los bancos han estado efectuando en las reprogramaciones automáticas para consumo y vivienda en las regiones más afectadas. Sin embargo, destaca que respecto de los préstamos a hogares se ve, en general, una flexibilización de las condiciones crediticias de manera algo similar a lo que se observa a nivel nacional. Respecto de las regiones no afectadas, en tanto, hace presente que se advierte una mejora en las condiciones de crédito en adelante, con la excepción de construcción y vivienda.

El señor Kevin Cowan señala que de lo anterior se puede colegir que los bancos están ajustando sus políticas crediticias en las regiones más afectadas, siendo más contractivos en los sectores que se han visto más directamente impactados, lo que, por ejemplo, se advierte claramente con la reacción respecto del sector pesca. Para las regiones no afectadas, en cambio, indica que se ven condiciones más holgadas en adelante y, por lo tanto, no están ajustando su política crediticia de una manera contractiva por una preocupación respecto de sus efectos patrimoniales o efectos macro, sino que ello constituye una respuesta más bien focalizada.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, señalando que los datos efectivos de colocaciones de febrero y los provisorios de marzo más bien indican que el crédito ha seguido creciendo. Sobre el particular, destaca que los datos de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras corresponden a cifras desestacionalizadas nominales y difieren de las del Banco, ya que estas últimas se han ajustado por IRFS. Indica que tal diferencia explica que la información de ese organismo



supervisor arroje un crecimiento algo menor en las colocaciones nominales de consumo y comerciales. Agrega que en marzo han continuado aumentando las colocaciones tanto de consumo como de vivienda y comerciales, no así las de comercio exterior, cuya contracción se explicaría de forma importante por el movimiento del tipo de cambio y podría estar reflejando también la caída en las exportaciones industriales mencionadas anteriormente.

Respecto de la Bolsa, el señor Claudio Soto informa que el IPSA ha estado más bien plano desde el terremoto y que, comparado con índices de otras bolsas, ha caído, pero en magnitudes más bien acotadas. En el caso de los agregados monetarios, menciona que se sigue observando un fuerte crecimiento del dinero, sobre todo del M1, pero que no se advierte un crecimiento que sea particularmente intenso dado los fundamentales que explican dicho crecimiento. De hecho, agrega, estaría creciendo algo por debajo de lo se podría explicarse con el modelo de demanda de dinero, dado el nivel de la tasa de interés prevaleciente.

Al proseguir, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el tipo de cambio se apreció, pero que después del terremoto se han producido muchos movimientos, influidos por las noticias y por el diagnóstico del mercado respecto del plan de financiamiento y de la composición del mismo. Añade que el tipo de cambio real está en 91, por lo que sigue dentro de los fundamentales de largo plazo.

En cuanto a las expectativas de mercado, indica que después del terremoto, las expectativas de crecimiento se ajustaron hasta 4,5% para este año y al alza para el 2011, dando cuenta de la temporalidad del efecto del terremoto. Respecto de las expectativas de inflación, reitera lo que arrojó la encuesta del IMCE que, en general, muestra percepciones bastante más inflacionarias en adelante, tanto por el lado de los salarios como de los costos. Menciona también lo que se recoge de los precios de los activos financieros, citando que en el caso de la *swap*, por ejemplo, se observa un aumento importante en la compensación uno en uno, que está por sobre 3% y que llegó a estar cercana a 4%; que las expectativas a un año han superado el 3% en los últimos registros y que las a dos años siguen en 3%; mientras que las expectativas a un año, tanto de la Encuesta de Expectativas Económicas como lo que se desprende de las mesas de dinero, están por sobre 3%.

El Consejero señor Rodrigo Vergara repara en el hecho que la tasa sube inmediatamente después del IPoM y consulta si ello se debe a que son los empresarios quienes responden la encuesta. El señor Presidente comenta que desde el punto de vista del *price setting*, lo que al Banco le interesa para el mecanismo de fijación de precios tiene mucho más que ver que con los empresarios, ya que son ellos los que fijan los precios en el mundo moderno. Al respecto, solicita que se efectúe una revisión al IMCE. El señor Pablo García, por su parte, explica que el IMCE no solo abarca el índice de difusión, sino que incluye una pregunta sobre cuál es la inflación en adelante.

Finalmente, y con respecto a la trayectoria de la TPM, el señor Claudio Soto indica que el mercado recogió el mensaje del IPoM, por lo que la curva se ha empinado bastante, sobre todo la que se construye a partir de las tasas *swap* y de la Encuesta de Expectativas Económicas. Precisa que la encuesta de diciembre pasó de 2%, que es lo que se tenía antes del IPoM, a 2,5%, y agrega que la trayectoria de la TPM que sale de la *forward* construida con los *swaps* está algo por arriba y estará en 2,6% a fines de este año.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación del señor Claudio Soto y no habiendo comentarios, da por finalizada la sesión de la mañana.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 153

15.04.2010

17.-

Se deja constancia que el Consejero señor Sebastián Claro se retiró de la sesión a las 12:40 horas.

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

El Gerente de División Estudios recuerda que en su Reunión de Política Monetaria de marzo, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y consideró, además, que en las circunstancias de ese momento, marcadas especialmente por la incertidumbre asociada a los efectos de la catástrofe, mantener la TPM en su nivel mínimo de 0,50% hasta al menos el segundo trimestre de este año era coherente con que la inflación proyectada se ubicara en 3% en el horizonte de política.

El señor Pablo García indica que posteriormente, en el Informe de Política Monetaria de marzo, el Consejo señaló que las proyecciones incorporaban el supuesto de que la política monetaria continuaría siendo muy estimulativa en los próximos trimestres y que hacia fines del horizonte de proyección la TPM convergería a un nivel similar al que arrojaba la Encuesta de Expectativas Económicas de marzo, aun cuando su ritmo de normalización sería algo superior al considerado en dicha encuesta.

El señor García informa a continuación que los principales antecedentes desde la divulgación del IPoM son, en el ámbito externo, una mayor claridad respecto del apoyo de la Comunidad Europea a Grecia, y perspectivas de crecimiento mundial y precios de *commodities* que no han sufrido alteraciones. A nivel local, reporta que la inflación del IPC sorprendió por lo reducida, que se dispone de algunos antecedentes adicionales de actividad por sectores y que no se estima que estos aspectos configuren un escenario inflacionario de mediano plazo distinto al contenido en el IPoM. Menciona que otro antecedente se refiere a la Encuesta sobre Créditos Bancarios, que sugiere, en general, una mantención de las condiciones crediticias durante el primer trimestre, que ya se habían flexibilizado durante el periodo anterior; que se percibe un ligero debilitamiento de la demanda por créditos en el mismo periodo, en particular en créditos de consumo e hipotecarios para la vivienda, destacando que es posible que ambos aspectos hayan estado afectados por el terremoto. Como último antecedente, señala que los precios de activos financieros y las opiniones de analistas se alinearon rápidamente con el escenario de política monetaria sugerido por el IPoM.

El Gerente de División Estudios prosigue, destacando que para la presente Reunión, la principal consideración para las opciones de política es la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de marzo, los eventuales efectos en esta última con los antecedentes coyunturales mencionados precedentemente, así como las expectativas privadas.

El señor García hace presente que la estrategia de política monetaria considera que luego deberá iniciarse un proceso de normalización monetaria que, dada la proyección del IPoM, debiese elevar la TPM en torno a 250 puntos base hasta fin de año. Dado lo anterior, plantea que no se puede descartar *a priori* la opción de iniciar dicho proceso en esta Reunión con un alza de 25 puntos base, pero que, sin embargo, los contornos de la política contenida en el IPoM son también coherentes con la opción de mantener la TPM en su nivel mínimo en esta ocasión e iniciar el proceso de normalización en los meses venideros.



Así, continúa, la estrategia de normalización monetaria admite grados de flexibilidad respecto del momento preciso de su inicio. Al respecto, menciona que existe un *trade-off* natural entre un inicio más pronto, pero con alzas más graduales, *versus* un inicio algo más tardío con alzas que puedan ser algo más intensas, aclarando que no es evidente que en esta ocasión se pueda detectar que una u otra opción sea nítidamente más preferible si las diferencias son de solo meses y no de trimestres en la selección de dicho momento de inicio.

El señor Pablo García manifiesta que a juicio de la Gerencia de División Estudios, las noticias coyunturales no alteran el escenario de mediano plazo delineado en el Informe de Política Monetaria. No obstante, y tal como se constató en dicho Informe, afirma que sí existe una elevada incertidumbre coyuntural respecto de los registros de inflación y actividad y la transitoriedad de las disrupciones de oferta y demanda por el terremoto. Plantea que a medida que pase el tiempo, estas incertidumbres se irán despejando, agregando más información a la disponible en esta ocasión respecto de la marcha de la economía en el más corto plazo. Adicionalmente, menciona que el escenario del IPoM considera un esfuerzo de reconstrucción con características y financiamiento que son aún un supuesto de trabajo.

El señor García informa que el mercado y los analistas, en tanto, han incorporado en sus expectativas un escenario macroeconómico de mediano plazo, en términos de inflación, actividad y política monetaria, congruente con el contenido en el IPoM, destacando que estas expectativas no consideran inambiguamente que el inicio del proceso de normalización monetaria debiese producirse en esta Reunión. Hace notar que esto último puede ser un elemento táctico relevante a la hora de evaluar la ponderación que se le desee dar a cada una de las dos opciones planteadas para esta Reunión, justamente debido a que no se detecta una incoherencia entre el escenario de mediano plazo implícito en la decisión de ese día y las expectativas privadas.

Desde el punto de vista comunicacional, el señor Pablo García plantea que en el caso de mantenerse la TPM en 0,5%, se podría indicar que el proceso de normalización monetaria comenzará en los próximos meses. Sin embargo, reconoce que no es obvio cuán informativo sea ello, dada la coherencia entre las expectativas privadas y el escenario interno para la política monetaria.

Para finalizar, el señor García estima que puede ser pertinente señalar que los antecedentes coyunturales no han afectado el escenario de mediano plazo para la inflación, la actividad y la política monetaria contenido en el IPoM, y que, además, los registros de corto plazo continuarán siendo ruidosos, debido a los problemas de levantamiento de información en las zonas afectadas.

El Presidente agradece los comentarios del Gerente de División Estudios y, a continuación, debido a la imposibilidad del Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín, de asistir a la sesión de la tarde, da lectura a los comentarios que hizo llegar a través de su asesor, señor Rodrigo Cerda:

"La cifra de inflación de marzo de 0,1% mensual (y 0,3% en 12 meses) constituyó una muy buena noticia para los chilenos. Las alzas en educación y alimentos fueron contrarrestadas por las caídas en transporte y recreación y cultura. El IPCX aumentó 0,1% mensual y el IPCX1 no tuvo variación. Estas cifras sugieren que la inflación está aún acotada. Es cierto que para abril se esperan presiones inflacionarias, tanto por las alzas en los combustibles así como por el aumento de precios en el Transantiago, pero eso no cambia el escenario de fondo para la inflación.



Además, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas Económicas de abril, las expectativas de inflación continúan dentro del rango de tolerancia del Banco Central. Así, la inflación esperada para 2010 es de un 3,7%, igual a la proyectada en el IPoM, mientras que para 2011 las expectativas no han cambiado tras el terremoto y continúan ancladas en el 3%, lo que confirma la visión de que el mercado ve el *shock* como transitorio y con efectos únicamente en 2010.

Además, las expectativas de inflación usando tasas de mercado (TAB a 360 días) arrojan un valor de 2,5%. De la misma manera, al usar las tasas de los BCP y BCU a 5 años, las expectativas de inflación alcanzan un 3,3%. De estos datos se desprende que las expectativas de inflación siguen contenidas, incluso a plazos más largos.

La evolución de otros precios claves, como el tipo de cambio y los salarios nominales, nos entregan otra señal de que la inflación se encuentra contenida. Por una parte, durante febrero los salarios nominales crecieron 2,6% en 12 meses, mientras que el costo de la mano de obra lo hizo en 3,2%. Por su parte, el peso se ha apreciado desde el cierre de fines de febrero. Actualmente, el tipo de cambio se ubica en torno a los \$520, lo que representa una caída de 1,8% respecto de dicha fecha.

Por otra parte, el mercado ha internalizado los escenarios delineados en el IPoM, en que la tasa de crecimiento del PIB sufre un leve deterioro este año y tiende a recuperarse el próximo. Estos escenarios tienen supuestos sobre la política fiscal que, en lo grueso, son concordantes con nuestra visión. Si bien la demanda agregada se ve muy impulsada por los esfuerzos de reconstrucción, es importante destacar que el mayor incremento en la demanda debería venir por el lado de la inversión y no tanto de consumo, por lo que la presión sobre los precios de los bienes no transables debería no ser tan intensa por este mecanismo. Si a eso le sumamos que desde la última Reunión de Política Monetaria tanto las perspectivas de crecimiento mundial así como los precios de los *commodities* no han cambiado significativamente, por el momento creemos que los efectos inflacionarios vía este canal de transmisión son también acotados.

Por estas razones, como Ministerio de Hacienda creemos que lo más adecuado es mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual."

Finalizada la lectura de los comentarios del señor Ministro de Hacienda, el señor Presidente da paso a la votación.

El Consejero señor Rodrigo Vergara agradece el trabajo preparado por el *staff* del Banco, y señala que desde el reciente IPoM ha habido noticias en el ámbito interno, siendo una de ellas el IPC de marzo, que fue muy inferior a las proyecciones que había sobre esta variable. Indica que los análisis sugieren elementos puntuales o transitorios, derivados, entre otros, de las dificultades que existen en materia de recolección de información, los que solo con el tiempo, y a medida que se tenga más información, permitirán corroborar esta hipótesis que aparece como la más probable. Agrega que la Encuesta de Créditos Bancarios, en tanto, da cuenta de un ligero debilitamiento de la demanda por crédito, y que a ello se suma el IMACEC de febrero, que se conoció días antes del IPoM, que también se construyó con información incompleta y registró un incremento inferior al esperado.



A pesar de lo mencionado, el señor Rodrigo Vergara sostiene que el grueso del análisis arroja que el escenario del IPoM sigue siendo válido en cuanto a tendencias, aunque las incertidumbres que se plantearon en la RPM de marzo están lejos de despejarse. Añade que el escenario externo, por su parte, no ha cambiado mayormente y se aprecia promisorio.

El señor Vergara expresa luego que el *trade off* que se plantea entre un inicio de la normalización de la política monetaria más pronto con variaciones más graduales y un inicio más tardío con cambios mayores, es siempre válido en circunstancias en que es evidente que la tasa de política monetaria está lejos de su nivel de largo plazo y que luego se irá normalizando en el tiempo, como es la situación actual en Chile. No obstante, indica que cuando aumentan los grados de incertidumbre con respecto a dónde debiera llegar la TPM a determinados plazos más cortos, dicho *trade off* se hace menos preciso, al menos a esos plazos.

En opinión del Consejero aludido, lo anterior dice relación con las imprecisiones que puede tener a estas alturas una estimación puntual con respecto al nivel al que debiera estar la TPM, por ejemplo, en diciembre de este año. Al respecto, señala que lo que se hace en el IPoM es un ejercicio del cual se obtiene una estimación sobre la base de un escenario de consistencia macroeconómica, en que si los supuestos que están detrás de ese escenario cambian, también lo harán las políticas consistentes con dicho escenario. Así, advierte que el problema de darle una relevancia exagerada a un número específico para una variable de esta naturaleza en una fecha dada, y relativamente cercana, es que podría tomarse como una especie de compromiso de la Autoridad, lo cual, por cierto, no es lo que se pretende, entre otras cosas porque no se haría cargo de las incertidumbres existentes.

Para concluir, el señor Rodrigo Vergara afirma que los antecedentes macroeconómicos dan cuenta de que el proceso de normalización monetaria comenzará en un futuro cercano. En su opinión, basado en dichos antecedentes y en las incertidumbres existentes, la opción de comenzar dicho proceso en esta Reunión no resulta razonable. No obstante, dado que se le asigna una alta probabilidad a que el escenario de mediano y largo plazo planteado en el IPoM se mantenga, estima que es importante dar el mensaje que el comienzo del proceso de normalización de la política monetaria se vislumbra cercano.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Rodrigo Vergara manifiesta que su voto es por mantener la TPM en su nivel actual.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, en esta ocasión, comenzará por su conclusión, que es mantener la TPM, sin modificar el mensaje entregado en el último IPoM.

A continuación, indica que, a su juicio, en las últimas semanas las principales noticias han estado asociadas con la consolidación de un escenario de recuperación en el mundo y con las cifras de actividad e inflación que se han observado en Chile.

Respecto de la economía internacional, el señor Sebastián Claro estima que las cifras en Estados Unidos confirman que la recuperación ha entrado en una trayectoria sostenida, aunque todavía existen notas de cierta cautela. Agrega que en otras latitudes, y en el caso particular de China, las cifras hablan por sí solas y, en su opinión, exigen una normalización de sus impulsos fiscales y de crédito de manera rápida.



Para efectos de los análisis que efectúa el Banco y del impacto sobre Chile, el señor Claro piensa que lo clave será cómo vayan evolucionando las expectativas en el mundo respecto del proceso de normalización monetaria en Estados Unidos y en Europa. Señala que su impresión al respecto es que el progresivo retraso que venían mostrando las expectativas sobre normalización de la política monetaria en los países desarrollados debiera comenzar a detenerse.

En cuanto a las cifras de actividad en Chile, el Consejero señor Sebastián Claro menciona que el IMACEC de febrero mostró un crecimiento bastante menor al esperado, indicando que la hipótesis de que ello refleja una aguda contracción en los últimos dos días parece ser la dominante. Sin embargo, destaca que lo que aún queda por despejar, más allá de la alta incertidumbre sobre la actividad en el corto plazo, específicamente de marzo y abril, es en qué medida los reducidos registros de actividad estarán reflejando condiciones de demanda más acotadas o condiciones de oferta más restringidas. En su opinión, no se tienen elementos de juicio para hacer una evaluación profunda sobre esto, pero llama la atención sobre las cifras de la Encuesta de Crédito Bancario, que muestran que la demanda de crédito en marzo parece haberse ajustado a la baja. Reconoce que esto es, evidentemente, un registro muy parcial, por lo que hay que tomarlo con la debida cautela, pero que, a su juicio, no deja de ser llamativo. Manifiesta que esto podría sugerir que algún efecto está teniendo en la demanda, más allá de evidentes interrupciones en la oferta derivadas del terremoto. Sostiene que este tema deberá ser monitoreado con mucho detalle, especialmente porque esta cifra podría estar muy contaminada y reflejar de manera muy dramática la reacción inicial al terremoto sin constituir un cambio fundamental en la tendencia.

Respecto de otras mediciones, el señor Claro plantea que el crecimiento del M1 sigue siendo muy importante, y que aunque los agregados de dinero menos líquidos y el crédito siguen mostrando tasas de crecimiento acotadas, ya se observa un cambio de tendencia hacia una normalización de las cifras.

El Consejero aludido indica a continuación que la cifra de inflación en Chile fue también muy sorpresiva. Señala que, de acuerdo con los análisis internos, que el mercado parece compartir, esto se trató de fenómenos meramente transitorios. Hace presente que los efectos esperados del terremoto sobre el IPC no se habrían medido en la cifra de marzo y que las estimaciones arrojan que seguirían impactando de manera transitoria las cifras de los próximos meses. Con todo, sostiene que la proyección de corto plazo para la inflación se mantiene en rangos muy similares a los planteados en el IPoM. Por otro lado, menciona que las genuinas sorpresas en algunos ítems no darían cuenta de un cambio en la tendencia inflacionaria discutida en el IPoM, por lo que será necesario esperar las próximas cifras de inflación para evaluar su reacción al terremoto y para interpretar los impactos de oferta y demanda que de este se derivan.

En opinión del señor Claro, lo anterior corrobora que la incertidumbre sobre el impacto de corto plazo del terremoto sigue siendo muy alta y que todavía es difícil interpretar las cifras de actividad e inflación, lo que sí tiene impacto sobre la trayectoria de tasas en el corto plazo, aun cuando no la tenga necesariamente en el mediano plazo, donde cree que el mensaje de fondo del IPoM respecto de la trayectoria de tasas siga siendo coherente con las expectativas privadas. En esta dimensión, estima que la Minuta de Opciones no está sopesando adecuadamente la incertidumbre que los últimos registros de inflación y actividad conocidos después del IPoM han entregado, al plantear la posibilidad cierta del comienzo de la normalización de la política monetaria en la presente Reunión. A su juicio, las condiciones para una inminente normalización de la política monetaria no se observan con claridad.



En mérito de lo anterior, el Consejero señor Sebastián Claro vota por mantener la TPM en su nivel actual.

Prosiguiendo con la votación, el Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* por el apoyo brindado, y manifiesta que se llega a esta Reunión poco tiempo después del cierre y divulgación del último IPoM, por lo que no son muchas las noticias que se han acumulado desde entonces.

El señor Enrique Marshall indica, en primer término, que el escenario externo mantiene un sello positivo, ya que las perspectivas de crecimiento global son sólidas para este año, a pesar de que persisten diferencias marcadas entre países y regiones. Coherente con ello, señala que los precios de las materias primas se mantienen en niveles elevados. Agrega que los mercados financieros internacionales siguen avanzando en su normalización, aun cuando continúan sensibles a noticias que ponen de relieve problemas aún no resueltos. En su opinión, en el corto plazo, un factor de preocupación es cómo se conducirá el proceso de normalización de la política monetaria en los países desarrollados, recalcando que los mercados financieros permanecen atentos a posibles reacciones prematuras, tardías o no sincronizadas.

En el frente interno, el señor Marshall coincide con que los efectos del terremoto concentran claramente la atención. En tal sentido, destaca que el reciente IPoM hizo una positiva contribución en orden a clarificar el escenario de mediano plazo y sus riesgos, razón por la cual fue bien recibido por la opinión pública y el mercado. Menciona que los mercados financieros han reaccionado con moderación a las noticias que se han sucedido y que el tipo de cambio se ha apreciado, pero que ello refleja, en parte, movimientos del dólar en el ámbito externo. Añade que los registros de actividad e inflación conocidos recientemente sorprendieron a la baja y que llamó particularmente la atención la reducida cifra de inflación de marzo.

El señor Consejero hace notar que se sabía de la dificultad de anticipar lo que ocurriría en los primeros meses después del terremoto. Al respecto, menciona que las proyecciones que se hicieron para el corto plazo contenían márgenes de error altos y que, por lo tanto, no parece prudente extraer conclusiones definitivas ni proyectar tendencias a partir de ellas. En lo fundamental, indica que las perspectivas de mediano plazo asociadas al escenario base se mantienen plenamente vigentes y que ello supone que los efectos del terremoto serán fundamentalmente transitorios.

A juicio del señor Marshall, el mercado comparte esta visión, lo que se refleja en sus proyecciones de crecimiento para este y el próximo año y se ha visto reafirmado en la encuesta de expectativas divulgada en esos días.

Refiriéndose a los lineamientos en materia de política fiscal que se han conocido hasta ahora, el Consejero señor Enrique Marshall estima que parecen bastante coherentes con los supuestos del escenario base, aun cuando es indudable que falta conocer detalles.

Plantea luego que el fuerte deterioro de los índices de confianza después del terremoto es algo explicable, pero que agrega incertidumbre sobre el comportamiento de la demanda del sector privado en los próximos meses. Sobre el particular, recuerda que el deterioro en el estado de ánimo de empresarios y consumidores con ocasión de la crisis financiera estuvo acompañado de una fuerte contracción del gasto interno.



Estima, asimismo, que el comportamiento del sistema financiero también requiere ser monitoreado con atención. Señala que si bien diversos indicadores han mostrado una gradual normalización de la actividad bancaria después de la crisis, los agregados de crédito se muestran todavía muy débiles y que, incluso, algunas partidas, expresadas en términos reales, muestran variaciones mes a mes negativas en lo más reciente. A su entender, este comportamiento respondería en parte importante a una contención de la demanda por parte de empresas y personas.

Por consideraciones de riesgo de crédito o de demanda de los clientes, es de opinión que la normalización de la actividad financiera podría debilitarse transitoriamente, lo que tendría implicancias para la conducción de la política monetaria.

El señor Enrique Marshall destaca luego que el mercado ha recogido bien los mensajes del último IPoM y ha ajustado con rapidez sus expectativas para la TPM, ubicándolas en línea con las orientaciones entregadas.

En suma, el señor Marshall señala que más allá de las sorpresas puntuales antes comentadas, el escenario central delineado en marzo se mantiene plenamente vigente y, por tanto, se reafirma la visión de que se está próximo al inicio del proceso de normalización de la política monetaria. Al respecto, plantea que se podría sugerir la conveniencia de iniciar prontamente este proceso de ajuste, incluso en la presente Reunión, para que este proceda gradualmente en el tiempo y los mercados puedan asimilar ordenadamente las nuevas condiciones monetarias. Sin embargo, estima que existen varios argumentos en favor de la idea de no innovar en esta ocasión y dejar más bien abierta la decisión sobre el mes preciso en el que se iniciaría el ciclo de ajuste: el primero de ellos, el grado de incertidumbre sobre los desarrollos de corto plazo, que aún es alto, por lo que iniciar el ciclo de alzas e interrumpirlo a medio camino generaría ruido y tendría costos; el segundo, que si bien las proyecciones de mediano plazo están bien asentadas y son ampliamente compartidas por el mercado, los datos duros de actividad e inflación parecen aún insuficientes para iniciar este proceso; y el tercero, que la magnitud del ajuste en el nivel de la TPM que habría que realizar antes de fines de año no es excesivamente grande y, por tanto, no resulta imperativo iniciar el ajuste en esta oportunidad.

Finalmente, considerando que el mercado no espera cambios en esta Reunión, el señor Marshall señala que no parece conveniente sorprenderlo con una decisión distinta.

Teniendo en cuenta estos argumentos, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta inclinarse por no innovar en esta Reunión y por dejar más bien abierta la decisión sobre el inicio del proceso de ajuste, todo ello en el entendido que el inicio del proceso de normalización está próximo.

En virtud de lo expuesto, el Consejero señor Marshall señala que su voto es por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50%.

El Vicepresidente, señor Manuel Marfán, agradece, como siempre, el análisis del *staff* e indica que, a diferencia de otras oportunidades, en que la nueva información disponible es la que se ha acumulado desde la RPM anterior, en esta ocasión el punto de referencia es el reciente IPoM. Menciona que tal como señala la Minuta de Opciones, la información nueva es poca, es consistente con el escenario central de mediano plazo, pero que, a la vez no esclarece las incertidumbres y riesgos en torno a ese escenario central.



En consecuencia, declara hacer suyo todo el contenido de la Minuta de Opciones, agregando las siguientes precisiones: en primer término, que el grado de incertidumbre respecto del escenario de muy corto plazo es elevado, ya que aún no se cuenta con elementos que permitan evaluar mejor el impacto inmediato sobre precios y actividad del terremoto y maremoto del 27 de febrero; en segundo lugar, que también está la incertidumbre, entendible, de cómo la nueva autoridad fiscal encarará los desafíos del corto plazo post catástrofe. En ese contexto de incertidumbre, manifiesta creer que los costos de equivocarse una decisión en la presente Reunión son claramente desbalanceados, y que mantener la tasa cuando lo correcto hubiera sido subirla tiene costos muy inferiores a que esta se eleve cuando lo correcto hubiera sido mantenerla. Por eso, manifiesta que su decisión en esta oportunidad es de mantener la TPM en su nivel actual y que así votará.

Dicho eso, señala que hay dos aspectos comunicacionales que se deben encarar: uno menor y otro mayor. Indica que el primero, el menor, es precisar que el bajo registro de la inflación de marzo es un aspecto menor dentro de los considerandos, así como una sorpresa al alza de este mes de abril tampoco debiera ser fundamental para dirimir entre opciones alternativas de acción. Hace presente que lo relevante en este plano debiera ser, como siempre, la evaluación de mediano plazo prevista para la inflación. El aspecto comunicacional mayor, continúa, es que la principal decisión que se debe adoptar, no necesariamente en la presente Reunión, es cuándo iniciar el proceso de normalización de la política monetaria. Recalca que después de tanto tiempo sin alterar la tasa, el primer cambio que el Consejo introduzca será una noticia que trascenderá la decisión de un mes, por lo que el mensaje respecto del sesgo futuro de la política monetaria adquiere especial relevancia en esta oportunidad y requiere, además, especial delicadeza en el análisis. Desde esta perspectiva, cree conveniente innovar en el comunicado de este mes, con algún matiz marginalmente más *hawkish*. Agrega que aunque se mantiene un elevado grado de incertidumbre respecto del muy corto plazo, la moda estadística del escenario, tal como lo entiende, respecto de la primera alza, se ubica antes de que termine el trimestre.

En consecuencia, el Vicepresidente, señor Manuel Marfán, vota por mantener la tasa en su nivel actual, introduciendo un sesgo en el comunicado que dé cuenta de que la primera alza se ve más cercana en el tiempo que el mes pasado.

Para concluir con la votación, el Presidente, señor José De Gregorio, indica que el escenario macroeconómico sigue siendo altamente incierto. Señala que aunque la economía mundial se recupera pausada, pero sostenidamente, los riesgos del escenario internacional siguen latentes. Menciona que la situación actual de Grecia y la debilidad fiscal de otras economías europeas son el riesgo más significativo hoy día.

No obstante, en opinión del señor Presidente, el principal origen de la incertidumbre es interno y tiene que ver con la respuesta de la economía al terremoto y maremoto del 27 de febrero. Plantea que si bien se tiene suficiente información sobre el curso de la política fiscal, la reacción de los precios y la actividad al proceso de reconstrucción es aún incierta. Hace notar que una primera muestra de la volatilidad de las cifras se observó con un IPC en marzo que fue significativamente menor que el esperado por el mercado, pero que, no obstante, las estimaciones internas, así como el análisis desagregado del índice de precios, indican que las sorpresas son de carácter transitorio, tal como se esperaba que ocurrieran en caso de haberse observado una inflación alineada con las expectativas privadas. Por lo tanto, considera que esta información no afecta las tendencias de mediano plazo para la inflación.



Por otra parte, el señor José De Gregorio plantea que variables como las condiciones financieras, que siguen coherentes con el impulso dado por la política monetaria y las evaluaciones de los riesgos post terremoto, así como los determinantes de los costos, como son el caso de los salarios y el tipo de cambio, siguen trayectorias coherentes con las implícitas en nuestras proyecciones.

Dado lo anterior, recuerda que el escenario central del último IPoM, caracterizado por un aumento de la inflación hacia su rango meta, que incluso podría ubicarse en la parte superior de este rango por algunos meses, así como por una desaceleración de la actividad durante el primer semestre y una aceleración importante durante el segundo, sugiere que la política monetaria, en un escenario de alta expansividad, coherente con brechas de capacidad que aún son amplias y se irán cerrando paulatinamente, se deberá comenzar a normalizar en los meses venideros. Es por ello que considera razonable que las opciones deben ser la de mantener la TPM o comenzar el proceso de normalización. Sin embargo, manifiesta creer que en esta oportunidad, y a la espera de tener información que revele mejor las tendencias inflacionarias, la opción de subir la TPM es fácilmente descartable. Manifiesta que se deben seguir con atención los desarrollos en estos meses para poder aplicar la dosis de ajuste monetario adecuada, que no debilite el proceso de reconstrucción, pero que se anticipe a las presiones inflacionarias, por cuanto esto puede llevar a un proceso de ajuste monetario más intenso, en la medida que la política monetaria se pueda ir quedando atrasada.

Por ahora, resume, no ve argumentos sólidos para iniciar el proceso de normalización, por lo que su voto es por mantener la TPM en 0,5%.

Desde el punto de vista comunicacional, el señor Presidente no ve razones para incorporar en el comunicado aspectos que fueron ampliamente discutidos y difundidos en el último IPoM, ya que, de hecho, ellos ya fueron suficientemente sorprendidos para los mercados financieros. Agrega que en la medida que el escenario ahí contemplado es el que se considera más probable, intentos de agregar precisión podrían dar señales de desviaciones que, en esta ocasión, cree que no se justifican.

Dado todo lo anterior, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que su voto es por mantener la TPM en 0,5%.

153-01-100415 – Tasa de Política Monetaria

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

Comunicado

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

En el ámbito externo, la volatilidad en los mercados financieros ha tendido a disminuir a pesar de las turbulencias en algunas economías europeas. Los precios del cobre y del petróleo se han mantenido elevados. Las perspectivas de recuperación de la actividad global para este año siguen siendo favorables.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Política Monetaria

Sesión N° 153

15.04.2010

26.-

En el plano interno, la información disponible de actividad no es distinta de la contenida en el Informe de Política Monetaria reciente. En marzo, el IPC tuvo un aumento menor que el previsto por el mercado. Con todo, las expectativas privadas de inflación consideran que ello es un fenómeno transitorio. A plazos más largos, son congruentes con el escenario base del IPoM. Se estima que la lectura estadística precisa de los datos en el más corto plazo seguirá siendo compleja debido a las disrupciones provocadas por el terremoto.

El Consejo considera que el entorno macroeconómico y las expectativas privadas son congruentes con el escenario de normalización de la política monetaria contenido en el Informe reciente. Junto con ello, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

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



MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe



RODRIGO VERGARA MONTES
Consejero

