



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 140 celebrada el 16 de junio de 2009

En Santiago de Chile, a 16 de junio de 2009, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular, don José De Gregorio Rebeco, y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Desormeaux Jiménez, y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios, don 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 Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente de Investigación Económica, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministerio de Hacienda, don Igal Magendzo Weinberger;
Economista Senior, doña Erika Arraño González;
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesora de la Presidencia, doña Mariana García Schmidt; y
Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 140, señala que conforme al Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de diciembre de 2009, para el día 15 de dicho mes.

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

El señor Sergio Lehmann inicia su presentación refiriéndose a las cifras de actividad industrial que se han conocido durante el primer trimestre del año, las que indican que la velocidad de caída del PIB se moderó en varios países, entre ellos Estados Unidos; que rebotó en algunos de Asia emergente, como Taiwán, Singapur y República de Corea; y que esta se profundizó en la Zona Euro, el Reino Unido, Japón y otras economías emergentes.

En relación con las exportaciones, el Gerente de Análisis Internacional señala que presentan mejoras en el margen algo más destacadas en las economías emergentes, como es el caso de Brasil, y resalta el caso de República de Corea, que exhibe una recuperación significativa. Las economías desarrolladas, en cambio, registran recuperaciones bastante más moderadas y sustancialmente inferiores a las observadas a comienzos del año 2007.



En cuanto a las importaciones, el señor Lehmann menciona que se mantienen débiles, particularmente en las economías desarrolladas, y que muestran una leve recuperación en las economías emergentes, lo que explica, de alguna manera, el interés por reactivar las inversiones en el mundo.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si en el caso de Chile las importaciones de bienes de capital también están aumentando, a lo cual el Consejero Manuel Marfán comenta que ellas están rebotando más que subiendo y el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, agrega que, medidas en doce meses, dichas importaciones continúan cayendo. El Gerente de División Estudios concluye el intercambio de opiniones sobre este punto explicando que, luego de la fuerte caída que se produjo en marzo, se observa un rebote.

El Gerente de Análisis Internacional reanuda su exposición indicando que las expectativas de las empresas continúan mostrando mejoras en general, así como también las de los consumidores, particularmente en algunas economías de Asia, mientras que en Estados Unidos, si bien se registran signos de recuperación, estos todavía alcanzan niveles muy por debajo de lo normal, dando cuenta de una debilidad de la economía y del mercado laboral, que explican, además, la baja en el consumo. Agrega, que el gasto real tiene alguna correlación importante con la creación de empleo y que, aun cuando esta última continúa registrando una caída, no ha sido de la magnitud de la observada en meses anteriores. Ello ha incidido, en cierto grado y de manera positiva, en las expectativas del mercado, aunque claramente se aprecia aún una situación de alta debilidad.

El señor Sergio Lehmann exhibe la gráfica con la evolución de las solicitudes de subsidio de desempleo durante las crisis de los años 1975, 1980, 2001 y 2009, destacando, en primer término, que son bastante más altas en la actual crisis, talvez porque la fuerza de trabajo es algo mayor que en los otros ciclos recesivos; y, en segundo lugar, que si bien se han reducido las solicitudes de subsidio de desempleo, la caída es bastante moderada en comparación con otros períodos recesivos. Agrega, que lo planteado está asociado a algunas visiones que dan cuenta de que cuando las solicitudes de subsidio de desempleo tienden a caer consecutivamente, es señal de una eventual llegada al piso de la economía, lo que, en algún grado, también es leído positivamente por los mercados.

En materia de desempleo, el Gerente de Análisis Internacional hace notar que las tasas de desempleo registran aumentos significativos en todas las economías. Menciona, específicamente, el caso de la Zona Euro, donde estas alcanzan a 9%, aproximadamente, y resalta el hecho de que en España ella bordea 20%, por lo que se desprende que otras economías de esa región exhiben tasas de desempleo más moderadas.

El señor Lehmann prosigue su exposición manifestando que en cuanto a crecimiento, las cifras del primer trimestre de este año arrojaron sorpresas negativas, incluso de mayor magnitud que las esperadas, en particular, en algunas economías asiáticas.

El Consejero Sebastián Claro consulta acerca de las razones por las que se califica como una sorpresa, a lo cual el señor Lehmann responde que ello obedece a que las cifras resultantes fueron peores que las esperadas.

El Gerente de Análisis Internacional continúa informando que, por primera vez después de casi un año, se han estado revisando al alza las proyecciones y el crecimiento del 2009, lo que estaría asociado fundamentalmente a una perspectiva para el segundo semestre del año algo menos negativa que lo previsto. A modo de ejemplo, se indica que en el caso particular de Estados Unidos se está observando una caída de una magnitud más moderada



que el 3% proyectado, y que para el mundo se proyecta una décima más de crecimiento que en mayo. Añade, que las proyecciones son algo más positivas para el año 2010, ya que se están corrigiendo en dos décimas al alza, esto es, se espera un crecimiento de 2,3%, cifra plenamente en línea con lo anunciado por el Fondo Monetario Internacional el día anterior.

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, compara el crecimiento del mundo y el de Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2008 con el experimentado en el primer trimestre de este año, subrayando la caída de 2,5% de la economía chilena durante este último período.

El Presidente señor José De Gregorio reafirma lo señalado por el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux y sugiere efectuar una comparación entre dos semestres consecutivos para apreciar la magnitud de la caída, no solo respecto del mundo y de Chile, sino que también respecto de otros países. Concluye, en todo caso, subrayando que el crecimiento del primer trimestre de este año fue tan malo como el del cuarto trimestre del año pasado.

El señor Sergio Lehmann continúa, señalando que si bien las trayectorias para la actividad mundial del G4 y de los socios comerciales, experimentaron una caída algo más profunda que la esperada, su evolución ha sido ligeramente superior a lo contemplado en el IPoM de mayo de 2009.

Al respecto, el Consejero señor Sebastián Claro pregunta si el aumento que se registra luego de la caída del primer trimestre 2009 hace presumir una recuperación más rápida que permita terminar el año con un crecimiento mayor; si este incremento se basa en algún dato duro o en meras proyecciones; y, si las correcciones respecto de lo planteado en el IPoM de mayo tienen asidero en indicadores que ya se están observando, como indicadores líderes de la actividad real, o si son aún el resultado de una suerte de movimiento estadístico.

El Presidente señor José De Gregorio acota que los datos presentados son solo estimaciones y que si bien elevan ligeramente la proyección, los resultados no representan un cambio muy significativo. El señor Lehmann confirma lo expresado por el Presidente señor José De Gregorio, agregando que aún no hay datos duros que apoyen necesariamente una recuperación tan importante y que los efectos centrales que están detrás de ellos son el leve mejoramiento que muestran las importaciones a nivel mundial, la confianza que ello pudiese empezar a reflejarse en el consumo y la inversión, y la normalización de los mercados financieros, que exhiben riesgos interbancarios bastante más reducidos, lo que hace prever que el funcionamiento del mercado bancario tenderá a normalizarse en algún grado.

El Consejero Manuel Marfán señala que del análisis de las cifras de crecimiento expuestas se concluye que las correspondientes a los meses anteriores eran malas, mientras que las del mes de mayo resultaron las peores en su conjunto y que, a su juicio, la gran noticia de esta reunión es que simplemente estas dejaron de caer, a lo cual el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, agrega que, desde el punto de vista de la economía mundial no hay antecedentes que hagan revisar el escenario del último *Informe de Política Monetaria (IPoM)*.

El Consejero señor Sebastián Claro estima que el mercado está suponiendo implícitamente una velocidad de recuperación más rápida para el segundo semestre y solicita que se aclare si las cifras expuestas son el resultado de modelos estadísticos o si efectivamente se está frente a un aumento.



El señor Pablo García precisa que los datos de los últimos meses sobre producción industrial de Asia y de Brasil, así como aquéllos de las exportaciones de ese continente, muestran claramente que se está frente a un incremento concreto e indiscutible.

El Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación señalando que en materia de inflación no hay cambios significativos respecto de lo previsto meses atrás. Agrega, que los mercados interbancarios continúan normalizándose, lo que lleva asociada una menor percepción de riesgo en el sistema bancario en general y particularmente en Estados Unidos, donde los *Credit Default Swaps*, CDS, de los bancos, están cayendo en una magnitud mayor que en el caso de Europa y del Reino Unido.

El señor Lehmann prosigue indicando que las tasas de interés, específicamente las tasas largas en mercados desarrollados, y las de mediano plazo, particularmente en la última semana, han tendido a aumentar de manera importante y que ello conduce a que durante la primera mitad del mes se observe un incremento en la pendiente de la curva de rendimiento, tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido. Menciona, que la diferencia entre la tasa de 10 y de 2 años tiende a aumentar posteriormente, debido al incremento de las tasas de mediano plazo, y recalca que las tasas largas, si bien han experimentado algunos vaivenes durante los últimos días, han mantenido una trayectoria claramente hacia el alza. Agrega, que se han identificado diversas variables que pudiesen explicar ese aumento de tasas, como las expectativas de inflación, que son un elemento que puede estar impactando particularmente a las tasas nominales; el balance fiscal, que ha caído abruptamente en los últimos meses; las expectativas de *forward* y los premios *Libor*, que recogen la incertidumbre que perciben los inversionistas y que los lleva, por ejemplo, a tomar instrumentos más seguros, particularmente bonos del Tesoro de los Estados Unidos.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le llama la atención que el aumento de las *TIPs* sea significativamente inferior al aumento de las tasas de interés de los bonos nominales, lo que, en su opinión, se debería a un problema de premio por riesgo, y que sería lo que estaría influyendo en el aumento de las tasas.

El Presidente señor José De Gregorio coincide con el planteamiento del Consejero señor Manuel Marfán, señalando también su extrañeza de que la *TIP* haya subido menos que la tasa nominal, por lo que solicita al Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán De Ramón, que explique las razones de ello.

El señor De Ramón responde que depende de cómo se mire este hecho, y aclara que desde el mes de septiembre de 2008, en que se desató la crisis, ambas tasas han experimentado un comportamiento similar, pero con algunos vaivenes. Explica, que la tasa nominal cayó en forma abrupta, probablemente como refugio frente a la crisis, y que después se ha ido recuperando. Agrega, que si se examina su evolución a partir del punto más profundo de la crisis, que acaeció en el mes de febrero pasado, efectivamente la tasa nominal ha aumentado, pero que al respecto cabe preguntarse en qué medida ello respondió a la compra masiva de bonos nominales de los que después el mercado se fue deshaciendo.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux resalta que la *TIP* está en el mismo nivel que en septiembre de 2008, a lo cual el señor De Ramón precisa que actualmente se encuentra en 1,82% versus 1,83% de septiembre y que la tasa nominal en 3,68 % y 3,73%, respectivamente.



El Consejero señor Manuel Marfán interviene, señalando que el fenómeno de aumento de tasas es relativamente reciente y que lo que debería explicarse es por qué subió. Agrega que, en tal sentido, correspondería efectuar una comparación respecto del punto más plano de la curva y concuerda con que las *TIPs* también se han elevado, pero que los órdenes de magnitud son significativamente inferiores.

Al respecto, el Gerente de División Estudios aclara que hay tres temas que influyen conceptualmente en la tasa larga. En primer término, la perspectiva de inflación y la política monetaria; en segundo lugar, el balance fiscal; y, por último, los apetitos por riesgo relativos a la crisis. Para este efecto, muestra la tabla que aparece en la lámina 17, "Factores detrás de la evolución de las tasas de largo plazo en EE.UU", específicamente la tabla 2, en la que se detalla la contribución de esos tres factores en la evolución de la tasa larga desde el mes de diciembre pasado. Hace notar que allí se aprecia que el efecto de inflación esperada contribuye en torno a 26 puntos base en el aumento de la tasa larga, cifra similar a la contribución de las otras variables, por lo que se desprende que se produce un efecto de mayor inflación esperada en lo que ha sido el incremento de la curva nominal y, por lo tanto, ese efecto debiera verse en el incremento de la curva reajutable o real en Estados Unidos. El otro tema incide en que el impacto de las medidas o la manera en que estas han sido implementadas por la FED tienen un efecto mayor en las tasas nominales que en las tasas reajustables y por lo tanto, como ese efecto es relativamente transitorio, se disipa más rápido en las tasas nominales que en las reales, por lo que incluso la tasa nominal tiende a subir más rápido en el último bimestre.

El Gerente de Análisis Internacional aclara que estas expectativas de inflación son recogidas por la encuesta que realiza la Universidad de Michigan y no corresponden a la compensación inflacionaria, la que no está siendo utilizada como medida de estas expectativas desde hace algún tiempo. Asimismo, responde al Consejero señor Manuel Marfán que la información que proporciona dicha Universidad es a un período de 5 años plazo, por lo que sería similar o comparable con el bono análogo. Añade, que, de hecho, se ha pensado que la compensación inflacionaria se estaría normalizando después de un período en el que estuvo inusualmente baja, planteamiento al cual el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux complementa, señalando que cuando el mercado financiero se empieza a tranquilizar, los inversionistas tienden a abandonar los activos seguros en busca de activos más riesgosos y que esos activos corresponden esencialmente a inversiones con tasas nominales.

Continuando con su exposición, el señor Lehmann indica que, en materia de paridades, ha continuado la depreciación del dólar con respecto a la mayoría de las monedas de países desarrollados y emergentes, salvo en relación con el yen, que ha experimentado un proceso distinto que el resto de las monedas. Agrega, que en cuanto a los tipos de cambio real para un conjunto de economías con las cuales Chile se compara, las trayectorias de los niveles si bien no son necesariamente semejantes, sus perfiles que se aprecian con respecto al dólar, resultan similares entre todas ellas.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su presentación mencionando que persiste la recuperación de las bolsas, especialmente las de América Latina, y comenta que los premios por riesgo soberano han continuado una trayectoria hacia la baja, como es el caso de Asia Emergente y el EMBI global, y que estos, en comparación con el de Chile, excluyendo los bonos de Codelco, son significativamente mayores. En cuanto a la variación de los CDS *spreads* con respecto a la Reunión de Política Monetaria de mayo pasado, indica que se observa una situación heterogénea, ya que en América Latina se registran caídas, probablemente en razón de que estas economías están vinculadas a la producción de *commodities*, mientras que en el caso particular de las economías emergentes de Europa, los



CDS han tendido a aumentar durante el último mes, dando cuenta justamente de que estas economías son más débiles.

En materia de flujo de capitales, el Gerente de Análisis Internacional señala que se observa un fuerte ajuste de los créditos externos en el cuarto trimestre del 2008, especialmente en Asia emergente y América Latina, situación recientemente publicada por el Banco Internacional de Pagos, BIS, y que durante los últimos meses se ha visto alguna recuperación en Europa emergente, donde la caída ha sido más moderada, probablemente porque los bancos europeos han estado tratando de apoyar a sus matrices en dicha región. Agrega, que también se advierten recuperaciones importantes en los flujos asociados a inversión de cartera en América Latina y Asia, excluido Japón. Lo mismo ocurre en materia de emisiones de bonos, ya que al segundo trimestre de este año, que incluye información hasta el mes de junio, se observa algún aumento en las emisiones de bonos soberanos, y con mayor fuerza aún de bonos corporativos respecto de igual período de 2008. Subraya que las emisiones de bonos no solo han aumentado, sino que se han vuelto a colocar bonos del gobierno y de empresas.

El señor Lehmann destaca que se observan aumentos generalizados en los precios de *commodities*, como es el caso del alza de la energía de casi 30%, muy alineada con lo que ha sido el aumento del precio del petróleo en el último mes. En cuanto a los metales, indica que ellos se han movido muy en línea con el comportamiento del precio del cobre, que ha aumentado en 10% aproximadamente, y que una situación similar, pero de menor magnitud, se aprecia en granos y cereales.

Respecto del alza en los precios de los *commodities*, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, consulta acerca del porcentaje de ella que se debe a demanda real y cuánto obedecería a razones financieras, y si se tiene evidencia de que se esté empezando a registrar nuevamente inversión financiera en este tipo de materias primas.

El señor Lehmann responde que en el caso de las posiciones, particularmente en cobre y petróleo, la primera no registra un comportamiento distinto al de meses anteriores, mientras que en el caso del petróleo sí existen evidencias de algún aumento en las posiciones largas y en instrumentos vinculados a su precio. Sin perjuicio de ello, señala que los modelos de la Gerencia de Análisis Internacional confirman la existencia de un premio de 20 a 30 centavos en el caso del cobre, el que no se explica bien por los fundamentos, pero que estaría asociado a la subida de los *Purchasing Managers Index*, PMI, de Asia y a la fuerte caída de inventarios. Complementa su análisis mencionando que las proyecciones del precio de este metal se mantienen por el momento.

El Gerente de Análisis Internacional continúa su exposición señalando que se revisó la proyección del precio de los combustibles desde 53 dólares el barril en mayo pasado, a 60 dólares el barril en junio, aumento que estaría asociado a una estimación de una demanda algo mayor, particularmente en Estados Unidos.

Consulta el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux si acaso se proyecta un precio promedio del petróleo de 60 o de alrededor de 70 dólares el barril para este año, a lo cual el señor Lehmann responde que para el año 2009, el precio promedio se mantendría en 60 dólares el barril, pero que desde esta fecha y hasta fines del 2010 debería mantenerse en torno a 70 dólares el barril.



A continuación, el Presidente, señor José De Gregorio, ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, para exponga sobre el escenario interno.

El Gerente de Análisis Macroeconómico inicia su presentación describiendo el análisis de los mercados financieros. Señala, que las tasas de los bonos y de títulos en Unidades de Fomento han seguido subiendo respecto de la Reunión de Política Monetaria precedente, con la salvedad de que estas tasas han experimentado una reversión importante en las últimas dos semanas, muy superior que la reversión marginal de las tasas en pesos.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Matías Bernier, solicita la palabra para comentar lo sucedido luego de los anuncios del Ministerio de Hacienda. Sostiene, que como consecuencia de ellos, toda la curva real se aplanó bastante, ya que las tasas en Unidades de Fomento subieron en el tramo corto y bajaron en el tramo largo, y que llama particularmente la atención lo ocurrido en el plazo más corto, en que se produjo un incremento de 20 puntos base respecto de los niveles del día anterior y en los plazos más largos, más bien una reversión de entre 10 y 8 puntos base, a diez y veinte años, respectivamente. Destaca, que el cambio más brusco que se ha observado es el alza de las tasas nominales a cinco años, que subió 57 puntos base en el segundo remate, y que la parte larga de la curva nominal se redujo sustancialmente en el margen, en alrededor de 3 puntos base.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, explicando que la Gerencia de División Estudios ha estimado un modelo para explicar la dinámica de las tasas de interés de largo plazo en pesos y en Unidades de Fomento basado en un conjunto de tasas de interés de corto plazo y variables del escenario externo que capturan el riesgo. Aclara también, que el modelo considera una estimación de la prima por riesgo tanto para la tasa de largo como de corto plazo, y que esta se realiza para las tasas nominales y reajustables, considerando medidas de expectativas de inflación que se obtienen de las encuestas y del cálculo de las compensaciones inflacionarias. Indica, que los resultados muestran un comportamiento anómalo de las tasas en Unidades de Fomento a comienzos de año, las que tienen una caída superior a la que puede explicarse a través del modelo, el que se ha tendido a corregir. Agrega, que en cambio para las tasas nominales, la estimación muestra que su nivel actual está por sobre lo que explica el modelo.

El Presidente señor José De Gregorio indica que lo que sucede entonces es que las expectativas de inflación están muy altas.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, ratifica lo indicado por el señor Presidente, señalando que, de hecho, la compensación inflacionaria a plazos largos se encuentra por sobre 3%. Agrega, que estos resultados son coherentes con los que ha mostrado la Gerencia de División Política Financiera en la discusión del *Informe de Estabilidad Financiera (IEF)*, que indica que la tasa de interés de largo plazo reajutable debía estar por encima de lo que se observaba a comienzos de este año y que esa diferencia podría atribuirse a un efecto refugio de los papeles chilenos. Añade, que ese efecto no era evidente para las tasas nominales.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que se debe tener cuidado con los resultados de las regresiones, puesto que las observaciones de que se dispone desde agosto del año pasado a la fecha, podrían estar alterando de modo importante el valor de los parámetros del modelo y, por ende, llevando a conclusiones que se encuentran afectadas por observaciones que no tienen comparador histórico.



El Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere ahora a las tasas de colocación. Aclara, que considerando los datos correspondientes a las dos primeras semanas del presente mes de junio, las tasas a 30 y 89 días y las de consumo a 90 y 365 días han seguido cayendo, mientras que las tasas de créditos comerciales han subido levemente en el margen. Respecto de las tasas hipotecarias, indica que estas se han mantenido estables, reflejando probablemente lo que ha sido el aumento en las tasas en Unidades de Fomento. Explica que se advierte bastante correlación entre las tasas de los créditos hipotecarios y las tasas reajustables, por lo que el aumento en las tasas en Unidades de Fomento que se han observado puede haber evitado, de alguna manera, caídas adicionales en las tasas de los créditos hipotecarios.

En cuanto a las colocaciones mismas, el señor Claudio Soto destaca las cifras que se vienen registrando hace un par de meses, que dan cuenta de un aumento mes a mes de las colocaciones nominales de consumo y de vivienda, así como también de las colocaciones nominales que excluyen aquellas de comercio exterior. Respecto de estas últimas, aclara que han experimentado una fuerte caída por la dinámica que han seguido las exportaciones y, en especial, las importaciones, pero que si estas se excluyen, da como resultado que las comerciales han registrado variaciones mensuales positivas durante dos meses consecutivos.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que, en su opinión, el grado de expansividad de la política monetaria no está dado solamente por la tasa de política, y que, en estricto rigor, el mecanismo de transmisión hacia la demanda agregada debieran ser las tasas o las condiciones en las cuales el sistema financiero otorga crédito. A su juicio, lo único que está haciendo la Tasa de Política Monetaria es que está bajando el costo de fondos al sistema financiero en los plazos más cortos, ya que, según la reciente encuesta de créditos, las condiciones financieras para los clientes finales no son más holgadas que antes y que las colocaciones han tendido a desacelerarse. Agrega, que si bien algunas tasas han sido traspasadas a los clientes, la sensación que queda con la información proporcionada por la Gerencia de Análisis Macroeconómico hace una semana, es que tal vez se está reflejando un cambio de composición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue su presentación mencionando que el tipo de cambio se había mantenido más o menos estable respecto de la última Reunión de Política Monetaria hasta el día anterior, si bien el tipo de cambio real se había depreciado levemente respecto al mes previo.

Al respecto, el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán De Ramón, informa que las estimaciones que manejaba el Banco hacían prever una caída del dólar de entre 15 y 20 pesos, y que, de hecho, el día anterior había cerrado con un descenso de 65 pesos, el que durante esa misma mañana había llegado hasta 47 pesos. Agrega, que este descenso, sorprendentemente se ha revertido y que ya se encuentra en 55 pesos, por lo que, en resumen, se podría decir que hasta ese momento habría tenido un efecto bien acotado, del orden de solo 10 pesos.

Interviene el Gerente de Análisis Internacional, quien manifiesta que el dólar estadounidense se ha estado depreciando de manera importante en el transcurso de la mañana, situación que también habría que considerar dentro de la actual crisis global del tipo de cambio.



El señor Claudio Soto retoma su presentación e informa que la bolsa ha seguido subiendo de manera importante, pero que si se divide el IPSA por el MSCI en Latinoamérica, se observa que el valor relativo de la bolsa chilena respecto de las latinoamericanas se ha mantenido más o menos estable, esto es, que se encuentra en línea con lo que ha pasado en otras economías latinoamericanas.

Respecto de los agregados monetarios, el Gerente de Análisis Macroeconómico, muestra que, tal como se observaba en la Reunión de Política Monetaria pasada, la tasa de crecimiento del M1 ha tendido a aumentar en contraposición con lo que sucede con la de agregados menos líquidos. Agrega, que el aumento de la tasa de crecimiento del M1 es bastante coherente con la baja de tasa de interés y que, de hecho, algunos modelos disponibles estiman que los residuos podrían ser negativos, por lo que no sería sorprendente observar en adelante aumentos aún mayores en la tasa de crecimiento del M1.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si lo expuesto podría interpretarse en términos que la política monetaria pudiera ser también menos expansiva de lo que refleja la tasa de interés, en tanto el Presidente señor José De Gregorio pregunta acerca de si el M1 crece menos que lo que estimaría la demanda.

En relación con las variaciones de las colocaciones, el Gerente de División Política Monetaria, señor Kevin Cowan, expresa dos comentarios: en primer término, que la encuesta que se presentó el jueves anterior a consideración del Consejo se efectuó en marzo pasado y se refiere a las condiciones del primer trimestre, por lo que el repunte que se observa en los meses de abril y mayo puede deberse a un cierto cambio en las condiciones; y, en segundo lugar, que en el caso particular de las colocaciones para la vivienda, el que se estén mostrando cifras nominales podría estar escondiendo un alza en la Unidad de Fomento, por cuanto estos préstamos son reajustables.

El Consejero señor Manuel Marfán expresa que si bien los datos de la encuesta, corresponden efectivamente al primer trimestre, el comentario sigue siendo válido en su contenido. Señala, que si las condiciones de los créditos del sistema financiero son más estrictas que antes, entonces la misma Tasa de Política Monetaria es menos expansiva que si concurren condiciones financieras mejores, porque lo que importa no es solamente el nivel de la referida tasa, sino la manera como los bancos intermedian con sus clientes. Manifiesta, que el sentido del comentario incide en que la expansividad de la política es menor si solo se analiza la Tasa de Política Monetaria, ya que el M1 y las colocaciones, no han crecido en forma significativa, mientras que las tasas de interés si bien han bajado no lo han hecho suficientemente y, en general, que si se extrapolara lo que refleja la encuesta se llegaría a que las condiciones financieras probablemente son más estrictas hoy día que en condiciones normales. En consecuencia, concluye que la potencia de la política monetaria es menor cuando la intermediación financiera se encuentra en condiciones de mayor riesgo.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que sería interesante conocer lo que ocurre con los distintos proveedores, porque es probable que los bancos y también las casas comerciales, tengan mayor capacidad para manejarse en una situación de crisis que los proveedores no bancarios, por cuanto pueden reestructurar créditos y ofrecer mejores condiciones. Agrega, que además debe considerarse lo que sucede con el mercado de bonos, ya que la provisión de financiamiento a las empresas no se aprecia tan afectada por las decisiones que adoptan los bancos, sino que por lo que ocurre en el mercado. Por tal razón, sugiere que se revise la magnitud del mercado de capitales, que si bien puede no revestir gran tamaño, cuenta con un flujo interesante.



El señor Claudio Soto prosigue con su exposición, refiriéndose a los datos sobre actividad, específicamente a los del mes de abril, que sorprendieron por las caídas registradas en los sectores de recursos naturales, principalmente pesca, como también por el deterioro bastante generalizado del sector resto, especialmente agricultura, comercio, industria y servicio. No obstante, señala que de acuerdo con los indicadores sectoriales, se espera un repunte en el segundo trimestre. Agrega, que si bien el primer dato del trimestre en curso, correspondiente a abril, aún no da cuenta de repunte en ningún sector, en mayo ya se observa que las expectativas de los consumidores han estado mejorando sistemáticamente, según lo que registra el IPEC, como también, el consumo de bienes durables, mientras que el habitual ha empeorado en el margen. Respecto de los inventarios, indica que los datos de ventas de automóviles de ANAC y del Servicio de Impuestos Internos muestran una recuperación en mayo pasado y que las importaciones de estos bienes han seguido cayendo, por lo que estarían disminuyendo las existencias, al menos en el caso de los bienes durables.

Respecto de los indicadores de inversión, el Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que el dato de las importaciones reales correspondiente a mayo muestra más bien un estancamiento que una tendencia clara de recuperación. Las ventas de viviendas, por su parte, han estado creciendo y han permitido una cierta reducción de los *stocks*, si bien estos aún permanecen en un nivel bastante elevado respecto del promedio histórico. Agrega, que al igual que en el caso de los consumidores, hay una reversión en las expectativas de los empresarios.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que considerando el nivel histórico de las importaciones de bienes de capital, las cifras del mes anterior hacían pensar que se estaba frente a un repunte, pero que los datos actuales indican que no existe evidencia de que se haya producido en el segundo trimestre.

El Presidente señor José De Gregorio consulta acerca de las razones que avalarían que las existencias todavía se encuentren elevadas, a lo cual el señor Claudio Soto responde que el 60% de los encuestados responde que las existencias están por sobre lo deseado. Añade, que dicha información es distinta de aquella que dice relación con la venta e importaciones de automóviles, la que refleja que tales ventas están recuperándose, mientras que las importaciones están cayendo, por lo que se estaría frente a una reducción adicional de existencias.

El Consejero señor Manuel Marfán destaca la importancia del dato en cuestión, ya que, a su juicio, la caída en la demanda que se observa sería de magnitud gigantesca, equivalente, en términos anualizados, al 4% del PIB aproximadamente, lo que constituye una razón suficiente para entender la debilidad de la demanda agregada, entre otros. En su opinión, el tema de los inventarios debe vigilarse acuciosamente.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, retoma su exposición señalando que los datos de consumo energético del mes de mayo permiten proyectar un IMACEC de -4,2% en igual mes, cifra que representa una leve caída adicional de la actividad si se consideran las series desestacionalizadas y que lleva a corregir la proyección del crecimiento para el segundo trimestre desde -2,9% hasta -4%, y de -1,1% para el tercero.



El Presidente señor José De Gregorio consulta por la magnitud de la corrección trimestre a trimestre, a lo cual el señor Soto responde que es de -4 puntos y el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, complementa lo expresado indicando que el efecto en el nivel es de 1% y que anualizado es de -4,4%. El Presidente señor José De Gregorio reitera su consultar en cuanto solicita la cifra absoluta, a lo cual el señor Kevin Cowan responde que es de 0,2%, según el *IPoM*.

El Gerente de Análisis Macroeconómico manifiesta que sería de -1,5% anualizado, pero que por un efecto de cambio de factores no resultaría extraño que en unos meses se obtenga que la corrección fuera positiva. Agrega, que parte de la corrección del tercer trimestre al alza se debe a la producción de recursos naturales, especialmente pesca, así como a otros sectores resto, mientras que industria, comercio, construcción, agricultura y una parte de servicios se están corrigiendo a la baja. Señala, que la primera corrección disponible a nivel desagregado para el tercer trimestre da un crecimiento de -1,1%, versus el -0,1% del último *IPoM*, el que, a su vez, se obtuvo de los modelos que no consideran la segregación sectorial. Indica también, que hay una corrección de la demanda a la baja, fundamentalmente por una corrección de inventarios y una leve corrección al alza del consumo por la dinámica propia de los bienes durables. Con todo, agrega que la proyección disponible supone que habrá un aumento de velocidades positivas en el tercer trimestre, tanto en los sectores resto como en el de recursos naturales.

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, manifiesta que si el segundo trimestre tiene crecimiento positivo en la medida que se excluya la agricultura, ello quiere decir que este sector juega un rol importante en lo que ocurre en este periodo, por lo que consulta si este cambio se produce en el momento de la cosecha. El Gerente de División Estudios responde que esa apreciación es efectiva y agrega que la reversión fue más intensa que la supuesta, lo que ha llevado a corregir el sector agricultura, que incluye la fruticultura.

El señor Claudio Soto prosigue su exposición indicando que se espera que el PIB resto caiga el segundo trimestre por el efecto del sector agricultura. Para el tercer trimestre, en cambio, se espera un incremento en parte por la resolución del problema de empresa minera La Escondida. Asimismo, respondiendo a la consulta del señor Vicepresidente, señala que en lo que se refiere al sector pesca, recién se está teniendo una idea más exacta de la magnitud de la caída por el efecto de los salmones, y que en la proyección se está incorporado el supuesto de que desaparecerá la mitad de su producción.

A nivel sectorial, continúa, lo único destacable es la situación del comercio e industria, muy parecida a lo ocurrido en el año 1998, mientras que el sector construcción ha caído mucho menos que lo que ocurrido en el período 1998 – 1999. Aclara, que ello es coherente con las cifras de empleo del sector y estaría probablemente vinculado con las políticas monetaria y fiscal.

Respecto del mercado laboral, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que la tasa de desempleo se ubica en torno a 10%, dato bastante influenciado por el aumento importante de la fuerza de la trabajo y por una atenuación en la caída del empleo. Respecto de los salarios, estos mantienen sus tasas de variación mensual y los salarios reales moderan su tasa de crecimiento.



El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue su presentación, indicando que el registro de inflación del IPC llegó a 3% en mayo, pero con variaciones mensuales nuevamente negativas y destacando que de los últimos siete registros mensuales, seis de éstos marcan IPC negativos. Señala, que las mayores sorpresas inflacionarias se dieron en salud, educación y recreación: en el caso de salud, por los precios de los medicamentos, asociados a la guerra de precios de las farmacias; y en recreación, por reducciones de precios de los servicios turísticos, que podrían estar afectados por el problema de la influenza humana, y una menor demanda de paquetes turísticos. Agrega, que se observa una debilidad generalizada en la demanda y que es importante hacer notar que prácticamente todas las partidas registran variaciones negativas, a lo que se suma que las velocidades en el margen indican que los registros anuales de la inflación seguirán disminuyendo.

Por otra parte, las proyecciones de inflación suponen precios del petróleo más altos que en la Reunión de Política Monetaria pasada, debido a los precios internacionales y al impuesto específico. Al respecto, explica que se han cambiado los parámetros en el Fondo de Estabilización de Precios de la Gasolina, que suavizan en parte el comportamiento en el precio de los combustibles y que no se revierte completamente el impuesto específico que afecta a éstos, por lo que afirma, que ello impulsará el precio de la gasolina en junio y julio, especialmente de la gasolina de 95 octanos que, considerando la dinámica de los combustibles, podría llegar aproximadamente a 600 pesos en octubre.

Agrega, que a pesar de los incrementos en el precio de los combustibles, su contribución al IPC seguiría siendo negativa y que, habida consideración de los supuestos con que se ha trabajado y de las sorpresas en materia inflacionaria comentadas, la proyección del IPCX1 se corrige casi 1% a la baja y la del IPC en cerca de 0,5%. Refuerza lo anterior mencionando que proyecciones alternativas también indican descensos significativos en la inflación. De acuerdo con lo expuesto, se obtendría una variación del IPC que podría llegar a -0,8% en doce meses e, incluso, a -1% en noviembre y a 0% en diciembre, por el posible efecto de la apreciación del tipo de cambio que, se supone, será persistente.

El señor Claudio Soto hace notar que los registros de información mes a mes probablemente indicarán bastante variabilidad. Señala, que en el presente mes de junio, por ejemplo, aumentará el precio específico de los combustibles y llevará al alza el registro de IPC total y a probables registros negativos del IPCX1. En julio, entrará en vigor el decreto de tarifas eléctricas ya aprobado, el que se traducirá en una baja por este concepto que podría llevar a la inflación a números negativos nuevamente y a partir de entonces podría haber recién una regresión en las tarifas eléctricas.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta acerca del porcentaje del alza de los combustibles que se explicará por el impuesto específico que se está postergando, a lo que el Gerente de Análisis Macroeconómico responde que debería subir 2,5%, esto es, una UTM o experimentar aumentos del orden de 50 pesos, luego de lo cual existirían otros del orden de 50 ó 70 pesos, aproximadamente, que se traducen en una o dos décimas más de inflación.

A su análisis, el señor Claudio Soto agrega que en el perfil de la proyección de la inflación se aprecia que la incidencia de los alimentos desaparece en el horizonte de medición y que, a pesar del aumento en el precio de los combustibles en los próximos meses, estos van a seguir teniendo una incidencia negativa en las variaciones del IPC en doce meses. Reafirma lo indicado, mencionando que hay un conjunto de modelos alternativos para proyectar la inflación en el horizonte de seis meses, como el modelo SARIMA, que son modelos de series de tiempo que se vinculan a la proyección de corto plazo, en el precio-peso, y que estos muestran, en general, una caída de la inflación de menor intensidad que la proyectada en algunos casos, en



otros de intensidades similares, pero, en definitiva, inflaciones que puede que no alcancen a ser negativas en los próximos meses, pero sí que representen caídas sustanciales.

En cuanto a las expectativas del mercado, el Gerente de Análisis Macroeconómico indica que la proyección de crecimiento se corrige hasta -1% para 2009, y que para el 2010 se revisa marginalmente al alza. Señala, que las expectativas de inflación muestran registros mixtos, ya que, por un lado, las distintas medidas de compensación inflacionaria han aumentado desde la última Reunión de Política Monetaria, mientras que las encuestas de expectativas a las mesas de dinero van en la dirección opuesta, aun cuando la efectuada a un año está en 2,3% y la correspondiente a dos años en 2%.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, refiriéndose a la Tasa de Política Monetaria, señala que el mercado espera una reducción de 50 puntos base y otra posible reducción en los próximos dos meses. De hecho, especifica, se espera que la citada tasa esté en 50 puntos base en el mes de agosto. Agrega, que la tasa podría llegar a cero de aquí a fines de año y mantenerse en ese nivel un par de trimestres, por lo menos hasta mediados de 2010, y que el escenario alternativo indica una Tasa de Política Monetaria cercana a 0,25% por casi todo el año 2010.

Finalizada la presentación del señor Claudio Soto, el Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan, para que comente brevemente la minuta referida a las fricciones en los mercados financieros.

El señor Kevin Cowan informa que la elaboración de la minuta obedeció a la preocupación de posibles fricciones financieras que pudieran ocurrir o hacerse más relevantes con bajas de tasas posteriores y que, finalmente, el énfasis se puso en la estructura de cobro y comisiones que tienen los fondos mutuos y el posible impacto de esta estructura de comisiones sobre la banca y los depósitos. Menciona, que dado que los fondos mutuos son demandantes importantes de depósitos bancarios, en particular de aquellos de bancos de menor tamaño, si las comisiones promedio que cobran los fondos mutuos ascienden a 63 puntos base, las tasas de depósito deben ser superiores para no obtener rentabilidades negativas.

Al respecto, el señor Kevin Cowan enfatiza, en primer término, que lo relevante son las tasas de depósito más que la tasa de política monetaria. En segundo lugar, manifiesta que si existen bancos que dependen en forma importante de los fondos mutuos se generan riesgos, ya que ante un retiro o una reducción de los fondos mutuos, estos bancos tendrían que reestructurar su fuente de financiamiento, lo que introduciría ruido o podría afectar el mercado monetario, generando quizás mayores costos de fondos para estos bancos, con lo cual se desharía, en parte, la reducción de tasas. Agrega, que sería un escenario poco probable, pero de alto costo para aquellos bancos con un grado de problemas de financiamiento.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta acerca de la rentabilidad mensual de los fondos mutuos tipo 1 antes de comisiones, que se informan en la minuta, específicamente si ésta supera en 50% a la Tasa de Política Monetaria. El señor Kevin Cowan responde que los *spreads* actuales son del orden de 35 puntos base entre la *soft* promedio cámara y la *soft* promedio cámara a 90 días y que en el caso de los depósitos a 90 días los *spreads* alcanzan a 36 puntos base actualmente.



El Consejero Enrique Marshall señala que los fondos mutuos también pueden modificar el plazo, ya que pueden invertir a 180 días y, a su juicio, ello constituye uno de los riesgos de esa industria, por cuanto pueden modificar los plazos y comprometer la liquidez inmediata contra inversiones a plazos entre 90 y 180 días. Al respecto, el señor Kevin Cowan responde que frente a la mayor duración de los fondos mutuos, también aumenta el riesgo de precio para los inversionistas, ya que si bien pueden ofrecer una mejor renta a largo plazo, la volatilidad de ese retorno va a ser mayor y, en escenarios plausibles, incluso llevarlos a rentabilidades negativas en ciertos períodos de volatilidad.

El Consejero Manuel Marfán consulta si se ha realizado una discusión parecida en cuanto a la tasa mínima de política en otros países, a lo cual el señor Kevin Cowan responde que ello se ha efectuado en Canadá, país que tuvo exactamente los mismos problemas que Chile respecto de los intermediarios del mercado, los que dependían esencialmente del resultado de la estructura de comisiones y de cobros que se establecen en el negocio de los fondos mutuos, ya que, en su opinión, este sería el margen determinante. Agrega, que un punto central de este ejercicio es suponer que las comisiones podrían bajar, excluyendo a alguno de los bancos menos eficientes, por lo que estima que lo esencial no radica solamente en el nivel, sino que también en la velocidad, esto es, el tiempo que tardaría en adecuarse a esta nueva situación y la rapidez que se le otorgue para adaptarse. Señala, que este tipo de ejercicios apunta también a la conveniencia de dar tiempo y espacio para que la industria se acomode y también para que los bancos tengan la opción de buscar fuentes alternativas, advirtiendo que el nivel final es muy específico en la estructura de mercado.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales plantea algunos comentarios aclaratorios respecto de lo expuesto. Indica, como primer tema, que la estructura de los fondos mutuos tipo 1, se relaciona con las preferencias de los individuos en cuanto a liquidez y los excedentes de caja de cada empresa; el segundo, que se vincula con la forma como este tipo de industria, probablemente por anomalías de distribuciones y concentraciones, podría estar afectando a algunos bancos y en qué medida generaría riesgo sistémico por concentración en su nivel de endeudamiento; y, el tercero, dice relación con el riesgo sistémico materializado, específicamente, de suceder ese riesgo sistémico, qué tan gravitante es desde el punto de vista de adecuación para aquellos bancos que pueden estar en situación compleja para la transmisión completa de la política, qué tan gravitante puede ser la ocurrencia de ciertas concentraciones de bancos cuyas captaciones estén particularmente concentradas en fondos tipo 1, y qué tan gravitante son esos bancos para afectar el nivel de precios relativos que tienen los depósitos en la industria como un todo.

Agrega, que uno de los escenarios expuestos por el Gerente de División Política Financiera es muy claro, ya que la antología de tomar como tasa la de Política Monetaria en lugar que la de depósitos a plazo es correcta, ya que representa el escenario deseable. En su opinión, habría que amortiguar estas consideraciones, en el sentido de que el conjunto de bancos que se encuentra concentrado en depósitos es relativamente bajo respecto del universo del sistema, por lo que más que revisar los efectos de la transmisión de la política monetaria como un todo, se debería observar y determinar qué ocurre con esos bancos.

El señor Matías Bernier agrega que, de acuerdo con lo obtenido de informes del Depósito Centralizado de Valores, los bancos normalmente toman depósitos más largos mediante un juego de tasas según el costo y el plazo al cual accederán al financiamiento, por lo que estos bancos más que captar en el corto plazo en los fondos mutuos tipo 1, les ofrecen a estos fondos plazos más largos, del orden de 90 y 180 días e, incluso, a más de un año, para los cuales normalmente otorgan un premio por liquidez, aunque la tasa de interés esté baja. Complementa su comentario con lo observado en países similares, que han tenido políticas



agresivas y expansivas, donde sigue existiendo una curva con pendiente positiva, pese a todos los esfuerzos que han hecho los bancos centrales y las autoridades para aplanar la curva. La evidencia indica que siempre existe una pequeña posibilidad de subir la tasa por los siguientes motivos: la primera, y más legítima, por expectativas de crecimiento y efectividad de la política monetaria; y la segunda, porque a nivel de bancos existe también un premio por liquidez por las propias operaciones que realizan, aislando el efecto de las expectativas que tengan, de manera que así premian los plazos respecto a la tasa *overnight*, lo que constituye una práctica que se da en Japón, Inglaterra y Estados Unidos de América. Agrega, que el objetivo de su planteamiento ha sido el de suavizar, de alguna manera, los efectos que pueda tener el estudio.

Siendo las 16:30 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 140.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de División Estudios, señor Pablo García, para que presente las Opciones de Política Monetaria.

El Gerente de División Estudios comienza su exposición recordando que en la última Reunión de Política Monetaria del mes de mayo pasado, el Consejo acordó reducir la tasa de interés hasta 1,25% anual y señaló que no descartaba que pudiera ser necesario disminuirla nuevamente.

Detalla, a continuación, que desde dicha Reunión las principales noticias han sido que, en el ámbito externo, los mercados accionarios siguen mostrando retornos favorables; las condiciones de liquidez interbancaria se han continuado aliviando; los *spreads* crediticios han tendido a disminuir; y, se observan alzas en las tasas libres de riesgo de largo plazo. Menciona, que los precios de los principales *commodities* han continuado aumentando y que, por primera vez en más de un año, las perspectivas de crecimiento global se ven menos debilitadas en el margen, apoyándose en mejores niveles de confianza.

Informa el señor Pablo García que, a nivel local, hasta antes de los anuncios de financiamiento fiscal, el peso se mantenía relativamente estable y que las tasas de interés de largo plazo habían aumentado, aunque con cierta reversión en el caso de los papeles en Unidades de Fomento a plazos más largos. Agrega, que los anuncios del día 15 de junio provocaron una apreciación del peso de entre 2,5% y 3%, igual a la observada en ocasiones similares, y que al cierre de esta minuta aún no se registraban transacciones en instrumentos de renta fija o en depósitos a plazo.

Indica, el señor Gerente de División que se continúa observando un entorno favorable para la emisión de bonos corporativos, mientras que los agregados crediticios, salvo los asociados a comercio exterior, han vuelto a crecer en lo más reciente. Las tasas de créditos comerciales y de consumo han continuado descendiendo, mientras que los hipotecarios a largo plazo se han mantenido estables.

Respecto de la última Reunión de Política Monetaria, señala que las proyecciones de actividad para el segundo trimestre se han revisado a la baja, en torno a un punto porcentual, junto con una corrección relevante de la demanda interna. Agrega, que estas correcciones, sin embargo, no modifican de manera significativa el escenario para el presente año, en cuanto se sigue considerando una recuperación de la actividad y de la demanda en el curso del segundo semestre.

Dé.



Comenta el señor Pablo García, que la inflación de mayo pasado estuvo por debajo de lo proyectado, principalmente por el efecto de la guerra de precios de las farmacias y por menores precios de algunos servicios. Hacia el mediano plazo, indica que las medidas de expectativas de inflación se mantienen en niveles coherentes con la meta, a pesar de que las perspectivas de variación interanual del IPC son muy reducidas hacia el segundo semestre de este año.

Manifiesta que luego de la última Reunión de Política Monetaria y de la divulgación del *IPoM*, las distintas medidas de expectativas para la Tasa de Política Monetaria se ajustaron levemente a la baja en el corto plazo, con lo que anticipan un nivel mínimo de entre 0,75% y 1% para los próximos meses. Sin embargo, señala que a plazos más largos, la trayectoria implícita en los precios de los activos y la entregada por la Encuesta de Expectativas Económicas siguen considerando un proceso de normalización menos gradual que el previsto en el último *IPoM*.

Destaca el Gerente de División que los antecedentes centrales que se consideran para la presente Reunión son el panorama de política monetaria contenido en el *IPoM* de mayo y las noticias coyunturales. Menciona, que al igual que el mes pasado, la magnitud de la reducción de la tasa está principalmente determinada por el punto más bajo del ciclo de tasas que se considere adecuado para la coyuntura actual, y que la trayectoria implícita para la Tasa de Política Monetaria en las proyecciones del *IPoM* la ubica entre 0,75% y 1%, lo que es congruente con opciones de 25 ó 50 puntos base.

Informa que, como es habitual, lo anterior se debe complementar con los antecedentes coyunturales, entre los que destacan tres: i) el escenario global; ii) las noticias locales de actividad e inflación; y iii) los anuncios de financiamiento fiscal. Respecto del primer punto, plantea que es indudable que la percepción del mercado ha mejorado de modo sustancial en los últimos meses y que ese aspecto se ha consolidado en el último mes, lo que se refleja en que, por primera vez en varios trimestres, el panorama de crecimiento global ha tendido a mejorar, aunque levemente. Señala, además, que el alza de los *commodities* ha propendido a disipar los temores de deflación; que se ha consolidado un escenario de significativos déficit fiscales en el mundo desarrollado; y, que todo lo anterior ha contribuido a generar un importante aumento en las tasas de largo plazo en el mundo.

Acerca del segundo punto, comenta que las noticias de inflación y crecimiento sugieren menores presiones inflacionarias subyacentes para el corto plazo y que, de hecho, las proyecciones de corto plazo para la inflación IPCX1 se corrigen a la baja en torno a un punto porcentual, lo que el mayor precio de los combustibles no alcanza a compensar. Agrega, que las perspectivas de actividad también se han revisado a la baja para el segundo trimestre.

Respecto del tercer punto, el señor Pablo García señala que el anuncio de las medidas de financiamiento fiscal sugiere que podrían producirse efectos desinflacionarios adicionales, generados por una apreciación cambiaria o un alza del nivel de las tasas de interés considerando el plan de deuda del Estado. Indica, que estos antecedentes sugieren que puede ser necesario un impulso monetario mayor que el contemplado en el citado *IPoM*.

Añade, que una alternativa para imprimir un impulso monetario superior es naturalmente una mayor reducción de la Tasa de Política Monetaria, por ejemplo, con ajustes de 50 ó 75 puntos base en la Reunión en curso, pero que esto lleva a dos consideraciones adicionales: la primera, que el incremento de la curva de retorno sigue siendo mayor que lo contemplado en el *IPoM*, por lo que imprimir un sesgo más expansivo a la política monetaria está más vinculado a las expectativas de Tasa de Política Monetaria que a su nivel actual; y la



segunda, que, debido a las fricciones existentes en los mercados de liquidez locales, niveles de la Tasa de Política Monetaria muy reducidos pueden motivar un desplazamiento de los recursos administrados por los fondos mutuos monetarios hacia captaciones directas por parte de los bancos. Indica, que estos ajustes en la liquidez podrían introducir ruido y volatilidad, amortiguando el potencial efecto expansivo de rebajas más agresivas en la Tasa de Política Monetaria.

En relación con aspectos comunicacionales o tácticos, advierte el Gerente de División que, en esta oportunidad, una reducción de 25 puntos base podría ser sorpresiva, dado que una mayoría relevante del mercado espera 50 puntos base, principalmente, si no se incluye un sesgo en la trayectoria implícita en adelante, y que una reducción de 75 puntos base también podría ser sorpresiva. En razón de los puntos mencionados y del mismo reducido nivel que alcanzaría la Tasa de Política Monetaria con una disminución de 50 ó 75 puntos base, al señor García no le parece evidente que la inclusión de un sesgo tenga carácter informativo en dichos casos.

El señor Gerente de División Estudios señala que el conjunto de los aspectos anteriores muestra que para la comunicación del impulso monetario apropiado para la coyuntura es necesario poner en la balanza, por un lado, las perspectivas globales más auspiciosas y, por otro, las noticias coyunturales. Agrega, que es evidente que si se considera que el segundo aspecto es pasajero, lo que no está incluido en las proyecciones de la Gerencia de División Estudios, sería posible validar en términos comunicacionales el escenario de política monetaria implícito en los precios de los activos financieros. Si, por el contrario, se considera que el peso de las noticias coyunturales sesga la política monetaria hacia una instancia más expansiva, porque, por ejemplo, se avizora un escenario de riesgo de menores presiones inflacionarias, ello se requiere comunicar de manera quizás más clara que en el último *IPoM*, señalando que la Tasa de Política Monetaria se mantendrá en un nivel de estímulo por un tiempo más prolongado que el que tiene implícito el mercado. Concluye el Gerente de División Estudios que este mensaje puede ser comunicado de forma más potente si se informa, además, que el nivel al que llegará la Tasa de Política Monetaria en la presente Reunión es el que se considera como punto de llegada del actual ciclo de relajamiento monetario.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación realizada por el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, y ofrece la palabra a los asistentes para comentarios.

El Gerente de Investigación Económica, señor Luis Felipe Céspedes, señala que la pregunta relevante para esta Reunión es cuál es el nivel y la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria consistente con la convergencia de la inflación al 3% anual en el horizonte de política. En su opinión, los antecedentes acumulados indican que el nivel y la trayectoria para la Tasa de Política Monetaria deben ser más expansivos que lo considerado en el escenario central del último *IPOM*, y en consecuencia, más amplio que lo estimado por el mercado.

Hace notar que lo anterior se fundamenta en el análisis presentado en el *IPoM* del mes de mayo de 2009 y reflejado en la Reunión de la mañana, que indica que, de materializarse un escenario de riesgo negativo, el crecimiento del PIB del año 2009 sería 0,5% menor que el esperado en el escenario central. Añade, que todos los antecedentes apuntan a que este contexto se podría estar materializando, por lo que durante el segundo y tercer trimestre del año 2009 la economía crecería 1% menos que lo esperado inicialmente. Indica que, asumiendo un crecimiento anual en el último trimestre de 2009, igual al esperado en el *IPoM*, es decir, asumiendo que en octubre próximo se revierte completamente el *shock* de 1% de menor crecimiento, supuesto optimista, pero posible dada la potencial reversión en el



comportamiento de los inventarios, terminaría el año con un crecimiento de 0,5% menor respecto del esperado. Agrega, que de acuerdo con las proyecciones presentadas en la Reunión de la mañana, en ese escenario la Tasa de Política Monetaria debiese llegar a 0% y permanecer en ese nivel hasta mediados del año 2010, destacando que el tipo de cambio asociado a dicho contexto sería cercano a \$ 600.

Comenta el Gerente de Investigación Económica que no ha mencionado el *shock* de petróleo, por cuanto, tal como se señala en la Minuta de Opciones, se ha compensado con otras noticias en la dirección opuesta, lo cual deja el horizonte con menos inflación.

Complementa que, en consecuencia, se estaría materializando un escenario en que, al asegurar la convergencia de la inflación al 3% en el horizonte de política, la Tasa de Política Monetaria debiese estar actualmente en una trayectoria más baja que la contemplada en el escenario central.

Asumiendo que existe un nivel mínimo para la Tasa de Política Monetaria estrictamente mayor a 0, producto de consideraciones asociadas a fricciones en algunos mercados financieros, manifiesta que se estaría frente a la posibilidad de no poder implementar una Tasa de Política consistente con el escenario macro más contractivo, que requiere ser cercano a 0, pero que está restringido a un valor positivo. Agrega, que si se considera que el impulso monetario efectivo constituye una especie de promedio ponderado de la estructura de tasas de mercado, para compensarse con la existencia de un límite positivo de la Tasa de Política Monetaria se requiere afectar más fuertemente las tasas de plazos mayores y que, nuevamente, lo anterior no considera que la actual estructura de tasas es menos expansiva que lo que contempla el escenario central del *IPoM*.

En opinión del señor Luis Felipe Céspedes, existe una alternativa en el actual escenario, que es la de reducir la Tasa de Política Monetaria en una magnitud entre 50 y 75 puntos base y anunciar que esta Tasa se mantendrá baja por un período prolongado. Destaca que el mercado ya espera una reducción de 50 puntos base en la presente jornada y un porcentaje no minoritario, inclusive, una baja adicional en los próximos meses.

Asimismo, se pregunta acerca de cuál sería el límite mínimo para la Tasa de Política Monetaria. Señala, que los antecedentes presentados indican, en su opinión, que una Tasa de Política Monetaria de 50 puntos base no debiese generar riesgo en ningún subsector del sistema financiero. Menciona, que las comisiones aplicadas por los fondos mutuos a clientes corporativos fluctúan entre 40 y 50 puntos base y destaca que dichos clientes ponderan el 75% de la cartera, por lo que ese debiese ser el costo relevante a considerar en el análisis. Indica, que asumiendo el escenario conservador de *spread* de fondos mutuos de 50 puntos base, se tiene que si se fija el nivel de la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base los mantendría en un escenario con rentabilidad positiva después de deducir comisiones. Por lo tanto, en su opinión, no debiesen observarse problemas en el financiamiento de aquellos bancos que depende en términos importantes de los fondos mutuos, aunque adicionalmente siempre es posible que dichos bancos ofrezcan un incremento positivo en las tasas que pagan a sus clientes en los depósitos que reciben para asegurar su acceso a estos financiamientos, y que dicho incremento no debiese ser relevante para afectar con ello la expansividad de la política monetaria.



Por todo lo anterior y con el objeto de asegurar la convergencia de la inflación a una tasa de 3% anual en el horizonte de política monetaria, el señor Luis Felipe Céspedes estima que debería llevarse la Tasa de Política Monetaria a un nivel de 50 ó 75 puntos base y anunciar que se mantendrá en ese nivel por un período más prolongado que el implícito en la trayectoria de mercado. Agrega, que en el caso que la rebaja sea de 75 puntos base, no cerraría la posibilidad de una reducción adicional.

El Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan, expone que desde la última Reunión de Política Monetaria se han observado mejoras marginales en la actividad económica mundial y la continuación de tendencias de normalización en mercados financieros internacionales, en especial, en lo que concierne al financiamiento en economías emergentes.

Comenta, que por el lado interno se observa una recuperación modesta en el crédito, a la vez que las tasas de interés de colocaciones siguen cayendo, y que el aumento en el crédito es consistente con una leve mejora en las expectativas de consumidores; un aumento del consumo de bienes durables; y, un repunte en la venta de viviendas. Manifiesta, que a pesar de este mejor margen, las condiciones financieras son probablemente menos expansivas que lo que muestran la Tasa de Política Monetaria y la estructura de tasas libre de riesgos, y que se suma a lo anterior el hecho de que dichas tasas libres de riesgos están por sobre el nivel explícito del escenario base del *IPoM*. En términos de actividad, agrega que las noticias más recientes apuntan a niveles de actividad y de existencias menores que lo esperado.

El Gerente de División Política Financiera hace presente al Consejo que la opción de bajar la tasa en 50 puntos base la llevaría a niveles en los que podrían hacerse relevantes algunas fricciones financieras, si bien señala que, en el escenario más probable, estas no se manifestarían, en especial, si se llega a estos niveles de manera gradual y, por lo tanto, si el público se adaptara a las nuevas tasas con bajas de márgenes y cambios en sus patrones de saneamiento y ahorro. Lo anterior, en opinión del Gerente de División, sin duda, agrega un elemento adicional a favor de opciones más acotadas en cuanto a la reducción de la Tasa de Política Monetaria de las presentadas en esta Reunión.

Con todo, el Gerente de División Política Financiera sugiere al Consejo bajar la citada Tasa en 50 puntos base. Agrega, que considera más importante enviar un claro mensaje de persistencia de tasas bajas en el comunicado, y que una opción sería la de indicar que la Tasa de Política Monetaria no subiría o que no se incrementaría por sobre los niveles fijados en la presente Reunión en un horizonte de mediano plazo.

El Presidente señor José De Gregorio, junto con agradecer las opiniones expuestas, ofrece la palabra al Consejero señor Sebastián Claro.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que la decisión de hoy tiene varias aristas. Indica, que en el ámbito interno, las cifras de actividad e inflación reafirman las bajas presiones inflacionarias y que las perspectivas de inflación y las diversas medidas de expectativas de inflación así lo revelan, aunque, en el margen, muestran aumentos significativos convergiendo a valores cercanos a 3%, probablemente relacionados con la evolución esperada del precio del petróleo; la posibilidad de un aumento en la inflación internacional a mediano plazo que no sea compensado por movimientos cambiarios; o, simplemente, una recuperación más rápida.



Hace presente el señor Consejero que la cifra de actividad del mes de abril es mala. Sin embargo, estima que no modifica en lo sustancial la proyección central, en la que el segundo trimestre es bastante plano y la recuperación comienza durante el segundo semestre. Señala que, en el margen, el dato refleja una nueva caída en la actividad respecto del mes anterior, pero que, en lo fundamental, sigue siendo válida la hipótesis de que la actividad se encuentra estancada y que una recuperación es esperable hacia el tercer trimestre.

En el plano interno, el Consejero señor Sebastián Claro destaca que los mercados financieros siguen funcionando con normalidad. Los precios de varios activos financieros continúan al alza, lo que también consolida una visión acerca de la recuperación en la segunda parte del año. Considera que estas cifras son auspiciosas, pero que deben ser observadas con cautela, ya que una parte de esta recuperación puede reflejar una caída de los premios por riesgo desde niveles muy altos, que contribuyeron a deprimir los precios de los activos, sin necesariamente reflejar cambios sustanciales en los flujos de caja propiamente tal. En su opinión, una corrección en los premios por riesgo es condición necesaria para la recuperación, pero su interpretación es distinta acerca de si son las mejores perspectivas reales las que explicarían los mayores precios de activos. Agrega, que por otra parte, las tasas de interés de largo plazo han continuado al alza, aunque las atinentes a títulos en unidades de fomento han caído levemente desde su nivel máximo a mediados de mes, lo cual es consistente con la evolución de las tasas externas.

Estima, que las noticias respecto del financiamiento del déficit de caja del Fisco, tanto por su componente de emisión de deuda doméstica como por la venta de dólares en el mercado interno, no debieran afectar la trayectoria de la inflación en el mediano plazo, toda vez que son transitorios los posibles efectos de los reacomodos de portafolio y la venta de dólares. En todo caso, expresa que los desarrollos en los mercados financieros deben ser evaluados continuamente.

Respecto de la economía internacional, el Consejero señor Sebastián Claro hace presente que se consolidan las perspectivas de mejoras en adelante, especialmente en Estados Unidos de América y Asia, ya que, sin duda, la evolución de los precios de los *commodities* refleja en parte lo indicado, y que su lectura es que el aumento en los precios del cobre y del petróleo no es un fenómeno especulativo. Comenta, que si lo expuesto anteriormente es correcto, se pueden esperar incrementos adicionales, en la medida que la economía mundial se recupere. En su opinión, las expectativas de inflación, tanto en Chile como en otros países, incorporan este efecto.

En el ámbito externo, destaca también el hecho que la evolución de las tasas de largo plazo mantiene la curva de rendimiento en Estados Unidos de América en niveles muy elevados. Menciona, que parte del programa de compra de títulos a dichos plazos por parte de la Reserva Federal ha pretendido afectar esas tasas a la baja para abaratar el crédito de largo plazo y expresa que, aún sin poder observar el contrafactual, su lectura de lo que ha sucedido es que el programa no ha sido particularmente exitoso, en razón de que las fuerzas que han elevado las tasas se han ido consolidando, como también, las mejores perspectivas de crecimiento; el alto nivel de endeudamiento público; los precios de los *commodities*; y, las dudas genuinas respecto de la capacidad de la Reserva Federal de contraer la cantidad de dinero cuando la alta demanda por liquidez vuelva a niveles más normales. Añade en este contexto, que sólo en los últimos 15 días, las tasas de los papeles del Tesoro a 2 años han subido desde 0,97% a 1,26%, y que las tasas a 10 años se han incrementado sobre 3,75% anual. En su opinión, la Reserva Federal no está profundizando su programa de compras de títulos de largo plazo y que una interpretación que se ha dado en este aspecto es que con ello podría estar validando, al menos en parte, las mayores tasas largas.



El Consejero señor Sebastián Claro estima que todo lo expuesto consolida un panorama para la decisión de la presente Reunión, en el que: i) las perspectivas de recuperación mundial se consolidan; ii) los datos en Chile confirman el estancamiento de la actividad en niveles bajos, aunque las expectativas de recuperación hacia fines de año persisten; iii) los precios de las materias primas han aumentado fuertemente y se espera que este panorama continúe; iv) las perspectivas de inflación han dejado de caer y tienden a converger hacia 3% en varios horizontes; y, v) las tasas de interés de largo plazo en el mundo han continuado al alza de manera coherente con lo mencionado.

Considerando lo expresado, estima que se justifica una caída adicional en la tasa de política monetaria y una eliminación del sesgo, dando fin a las bajas de tasas. Señala, que existe una cierta distancia entre la trayectoria implícita en el *IPoM* y la trayectoria de tasas del mercado, pero que, sin embargo, las incertidumbres respecto de la actividad, las expectativas de inflación y los precios de los *commodities* impiden ver con claridad todavía cuál de estas dos trayectorias debiera tender a corregirse. Más aún, señala que las estimaciones de la Gerencia de División Estudios sugieren que las tasas de largo plazo son coherentes con los fundamentos tradicionales de esas tasas y que no es obvio bajo qué condiciones estos *benchmarks* son inconsistentes con la convergencia de la inflación a 3%. En otras palabras, concluye, que si las tasas de largo plazo que son consistentes con la convergencia de la inflación a 3% anual resultan significativamente menores que las implícitas en una ecuación de arbitraje, entonces los niveles del tipo de cambio de equilibrio *spot* son mayores que los actuales, con implicancias distintas sobre la evolución de los precios.

En consecuencia, el Consejero señor Sebastián Claro vota por bajar la tasa en 50 puntos base y eliminar el sesgo en el comunicado.

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo, como de costumbre, al equipo de trabajo el apoyo brindado en esta ocasión.

Opina, que el escenario macro perfilado en el último *IPoM* permanece vigente en lo fundamental, pero que han surgido noticias y desarrollos, principalmente en el frente interno, que deben ser evaluados con atención.

El Consejero señor Enrique Marshall informa que el escenario externo muestra una leve mejora, que las señales alentadoras que se observaban se han reafirmado y, que en esa perspectiva, habría que destacar: la creciente normalización en los mercados financieros; el mejoramiento de las expectativas de los agentes económicos; la tendencia al alza en los mercados bursátiles; la canalización de flujos de inversión de cartera hacia las economías emergentes; la evolución de los indicadores de actividad, que muestran, en su mayoría, moderación de sus caídas, estabilización o incluso leve recuperación de sus niveles previos; y, la leve revisión al alza de las perspectivas de crecimiento mundial, que revierte por primera vez, una sucesión de correcciones a la baja. Señala, que de igual forma, habría que hacer una lectura positiva del aumento en los precios de las materias primas, si se entiende que ella refleja fundamentalmente expectativas de recuperación de la demanda a nivel global.

Manifiesta, que una señal que resulta más difícil de interpretar es el alza en las tasas largas y que ese movimiento puede reflejar una cierta normalización de sus niveles, como así también expectativas de recuperación en adelante, lo que tendría una connotación positiva, pero que también puede estar indicando preocupación por la inflación futura y por la evolución de las cuentas fiscales en los países industrializados, lo cual tendría una connotación distinta.



Sin perjuicio de lo anterior, señala que es importante subrayar que la economía mundial sigue en una posición deteriorada y que a ello se agrega que los riesgos continúan siendo altos. Si bien los escenarios extremos se han alejado considerablemente, agrega que la incertidumbre sobre los tiempos y ritmos del proceso de recuperación es todavía muy alta.

En el frente interno, comenta que las cifras de actividad e inflación conocidas el último mes han introducido algún grado de preocupación por sus implicancias sobre el escenario macro. Sin embargo, a su juicio, parece prematuro extraer conclusiones definitivas con la observación de un solo mes, ya que existen señales que siguen apoyando la visión de una recuperación en el segundo semestre de este año, destacando el mejoramiento de las expectativas de empresas y hogares y, también en sustento del escenario proyectado, los efectos esperados de las políticas monetaria y fiscal actualmente en curso.

Estima el Consejero señor Enrique Marshall que, habida consideración del adverso escenario macro, los mercados crediticios operan con bastante normalidad. Por de pronto, señala que estos no han observado una paralización o una contracción abrupta como ha ocurrido en otras economías. Los volúmenes se han ajustado, pero ello es plenamente congruente con las condiciones cíclicas que se enfrentan. Indica, que las últimas cifras muestran, incluso, reversiones de caídas previas.

Hace presente que la política monetaria ha realizado el trabajo que se suponía sobre las tasas de interés y que gran parte del impacto que se podía esperar en esta materia ya se ha producido. Señala, que en algunos segmentos del mercado los efectos de la política monetaria se han visto contrarrestados, en parte por la percepción de riesgos más altos. En todo caso, aclara, que los estándares de crédito siguen siendo más estrictos que en el pasado en forma bastante generalizada.

El Consejero señor Enrique Marshall continúa refiriéndose a las tasas largas, las que han sido objeto de cierta preocupación por el alza observada en el trimestre en curso. Señala que existen varios factores que podrían explicar ese movimiento al alza, entre ellos, el mayor volumen de emisiones en el mercado de bonos. En todo caso, comenta, que parte de lo observado debe ser interpretado como un proceso de normalización de dichas tasas después de haber alcanzado niveles bastante bajos a principios de año, y que, con todo, la evolución de estas tasas debe ser examinada con atención por sus importantes efectos sobre las decisiones de consumo e inversión.

En relación con el tipo de cambio, menciona que este se ha mantenido relativamente estable y ha reaccionado con moderación a los anuncios sobre el financiamiento del déficit fiscal. Indica, que también es una variable que debe ser seguida con especial interés, porque la acumulación de fuerzas apreciativas podría generar presiones deflacionarias adicionales a las que se proyectan para los próximos meses.

Agrega, que si bien el último IMACEC resultó peor de lo esperado, ello no constituye un antecedente suficiente para modificar sustancialmente el panorama para la actividad delineado en el último *IPoM*, y que habrá que esperar las cifras de los próximos meses para tener una evaluación más completa. Señala, que por el momento han aumentado los riesgos de un cuadro más débil que el anticipado.

Plantea también, que el mercado laboral se muestra deteriorado y que está reflejando con creciente intensidad los efectos del actual ciclo económico y que, concordante con ello, las presiones salariales aparecen muy atenuadas.



Comenta además, que la inflación anual ha continuado descendiendo con bastante rapidez y que se ha ubicado transitoriamente en el centro del rango meta. En su opinión, esta permanecerá en ese nivel por corto tiempo, porque en el escenario más probable, seguirá cayendo y se ubicará hacia fines de año en niveles muy inferiores, esto es, por debajo tanto del rango meta como de lo anticipado con anterioridad.

Manifiesta, que el panorama inflacionario presenta algún grado de incertidumbre y que existe el riesgo de que la inflación permanezca en niveles muy bajos por bastante tiempo, lo que tiene implicancias para la política monetaria. Señala, que esta incertidumbre está muy presente en los precios de los activos financieros y que es por ello que resulta recomendable extraer conclusiones con cautela a partir de dichos precios.

Indica, que con las noticias de actividad e inflación del último mes, el mercado ha procedido a ajustar sus expectativas para la Tasa de Política Monetaria, esperando para la presente Reunión un recorte de 50 puntos base, seguido por una pausa prolongada hasta fines de año. Con los antecedentes señalados, le parecen perfectamente razonables las opciones sometidas a la consideración del Consejo, ya que si bien una rebaja adicional tendría efectos más bien acotados, por cuanto el nivel de la Tasa de Política Monetaria es ya bastante bajo, estima que se ha generado un espacio para proceder a una disminución de dicha Tasa, lo que debe ser aprovechado. Agrega, que por de pronto las expectativas de inflación se han vuelto a ajustar a la baja, lo que por sí solo permitiría justificar una nueva disminución, si todos los demás factores permanecen constantes.

Por otra parte, expresa que la actividad permanece bastante débil, ya que las holguras de actividad se han ampliado y que han tendido a aumentar los riesgos de un panorama algo más adverso que el anticipado.

Finalmente, le parece conveniente reforzar el ajuste de las tasas largas y de aquellas que se cobran a los clientes, considerando que subsiste una distancia apreciable entre estas y la Tasa de Política Monetaria.

Manifiesta, que después de sopesar ambas opciones, se inclina por la rebaja de 50 puntos base. Asimismo, le parece importante que el proceso de relajamiento monetario concluya prontamente y que se entregue una señal en el sentido que la Tasa de Política Monetaria permanecerá por tiempo prolongado en un nivel bajo, lo que se logra de mejor forma con un recorte más pronunciado y que, por lo demás, es lo que espera el mercado.

Estima, que por cierto, una nueva rebaja que deje la Tasa de Política Monetaria en el nivel de 0,75% anual no está exenta de riesgos, ya que se plantea con mayor intensidad el desafío de conducir adecuadamente el proceso de normalización monetaria que deberá tener lugar más adelante y que también genera algunas preocupaciones sobre el funcionamiento de los mercados monetarios, sin perjuicio de indicar que se trata de riesgos y eventuales costos menores que se asumirían si el ajuste monetario propuesto no se materializa.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Enrique Marshall vota por bajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base, para dejarla en 0,75% anual.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff* y hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la Reunión anterior, contenido en el párrafo dos de la Minuta de Opciones. Respecto de esos antecedentes, el señor Consejero agrega los siguientes comentarios.



En primer lugar, expresa que aunque los agregados crediticios han vuelto a crecer en lo más reciente y las tasas de interés de préstamos comerciales y de consumo continúan descendiendo mientras se mantienen las hipotecarias y de comercio exterior, las condiciones generales de crédito, a su juicio, aún no reflejan en plenitud toda la expansividad de la actual política monetaria. En este sentido, señala que tanto la Encuesta de Expectativas Económicas como lo implícito en los precios de activos no han incorporado plenamente el mensaje del Banco Central de Chile respecto a que las tasas de interés permanecerán bajas por un período prolongado en el escenario macroeconómico.

En segundo lugar y en otro plano, expresa que, en su opinión, 4,5 puntos porcentuales de la caída de la demanda interna en el primer trimestre se explican por la reducción de los inventarios y que se espera también que más de 3 puntos porcentuales de menor crecimiento de esta en el segundo trimestre, obedezca a la fuerza del ajuste de los inventarios.

Comenta, que se trata de una coyuntura en la que el sector corporativo busca vender más y comprar menos, lo que genera una contracción anormalmente elevada de la demanda y de la actividad; de hecho, agrega que desde que se llevan registros más confiables de variación de inventarios no se había producido un ajuste de esta magnitud hasta ahora. A juicio del Consejero señor Manuel Marfán, una vez que culmine el ajuste de existencias debiera observarse todo lo demás constante y un repunte significativo en la demanda y la actividad. A pesar de los menores registros de crecimiento actual, considera que la proyección para el año debiera todavía enmarcarse dentro del rango del último *IPoM*.

En tercer lugar, señala que en lo externo, pese al mejoramiento en el margen de las proyecciones para la economía mundial, el rango de incertidumbre continúa elevado y que, de hecho, los desequilibrios globales se mantienen latentes y las economías desarrolladas siguen siendo vulnerables, a pesar de que han recuperado el control sobre el corto plazo.

Manifiesta el Consejero señor Manuel Marfán que no se referirá en esta ocasión a los efectos de los últimos anuncios del manejo financiero de la política fiscal, ya que son datos todavía muy recientes y, que a su juicio, no debieran cambiar significativamente el panorama.

Señala, que la coyuntura actual requiere, como lo ha venido planteando el Banco, una política monetaria excepcionalmente expansiva para alcanzar la meta de inflación de 3% anual en el horizonte de dos años. Expresa que, sin embargo, con la actual tasa se está cerca del piso del nivel al que esta puede alcanzar. Teniendo presente esta consideración, coincide con la Minuta de Opciones, en que corresponde en esta Reunión reducir la tasa en 50 puntos base para alcanzar un 0,75% anual, aunque señala que está disponible para sumarse a una rebaja aún mayor, si existiera consenso.

Con todo, agrega el Consejero señor Manuel Marfán que, en el escenario más probable, será necesario mantener una Tasa de Política Monetaria del nivel indicado durante un período más prolongado que el que prevé el mercado para cumplir con la meta de política. Estima, que no obstante que el comunicado no suele dar señales respecto de la intención de la política para plazos prolongados, en esta ocasión el Banco Central de Chile debe incorporar una señal más explícita respecto del desalineamiento entre las tasas de mercado y lo que este prevé para la política monetaria en el horizonte de dos años.

Por lo expresado, el Consejero señor Manuel Marfán vota por reducir la tasa en 50 puntos base, dejándola en 0,75% anual, añadiendo explícitamente en el Comunicado que se mantendrá baja por un período superior al que estiman los analistas y el mercado.



El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, señala que en la Reunión de Política Monetaria de mayo pasado, el Consejo optó por reducir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base, acercando así dicha tasa al punto mínimo que contemplaba el *IPoM* de mayo 2009. Indica, que desde dicha Reunión se han producido algunos desarrollos en el plano externo e interno que tienen incidencia en la trayectoria de la inflación futura, los que deben ser considerados.

En el plano externo, indica que se han continuado acumulando antecedentes que sugieren que se habría roto el círculo vicioso entre el deterioro del sistema financiero y el debilitamiento de la demanda, lo cual se ha visto reflejado en menores *spreads* crediticios; en recuperación de los mercados accionarios; mejora en los indicadores de expectativas; aumentos en los precios de los *commodities*; y, en un alza de un punto porcentual en las proyecciones de actividad global de 2010 a nivel de bancos de inversión. Considera, que una recuperación más temprana y robusta de la economía mundial es, sin duda, un factor que empuja hacia una trayectoria con mayor inflación futura.

En el plano interno, comenta el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux que los diferentes indicadores financieros muestran estabilidad y que el reciente aumento de las tasas de interés de largo plazo puede ser un reflejo de un paulatino retorno a la normalidad, lo que incluye un fuerte aumento de las colocaciones de bonos corporativos y del apetito de riesgo, así como una reacción a los incrementos que experimentan las tasas de interés de largo plazo en el resto del mundo.

Expresa, que en materia de actividad e inflación, la Minuta de la Gerencia de División Estudios detecta más debilidad que la anticipada. De hecho, las proyecciones de actividad para el segundo trimestre han experimentado una corrección a la baja de un punto porcentual. Agrega, que las proyecciones de inflación subyacente también han experimentado una corrección a la baja, la que se estima sería persistente y no se compensaría con el mayor precio de los combustibles. Señala, que si bien estos desarrollos pueden tener un claro impacto desinflacionario en el corto plazo, a lo cual cabe agregar el efecto macroeconómico del mayor financiamiento público, hasta ahora ningún antecedente sugiere que no se vayan a materializar las proyecciones de recuperación de la economía chilena para el segundo semestre contenidas en el *IPoM* de mayo. Comenta, que las mejores perspectivas del entorno mundial hacen aún más probable que la economía chilena experimente una recuperación vigorosa en la segunda mitad del año, lo que se ve reflejado en las expectativas privadas de inflación, que se mantienen alineadas con la meta de 3% anual a dos años plazo.

Manifiesta, que si se toma como punto de partida para la decisión de hoy el nivel mínimo para la Tasa de Política Monetaria que surge del *IPoM* de mayo, que corresponde a una tasa de entre 0,75% y 1% anual, las opciones más plausibles para la presente Reunión son una rebaja de 25 puntos base o de 50 puntos base, y que si se agregan a estos antecedentes los desarrollos que han tenido lugar en el plano externo e interno en los últimos treinta días, con un mejor panorama externo y algo menos de actividad e inflación en el corto plazo en el plano interno, se tiene que la trayectoria futura de la inflación podría ser algo menor que lo previsto en el *IPoM* de mayo en el corto plazo y levemente mayor en el mediano plazo.

Comenta, que frente a este cuadro, no está claro que el Banco Central de Chile deba continuar con el fuerte activismo que ha mostrado hasta ahora, ya que los riesgos para la inflación no están claramente sesgados en una dirección, como había sido la norma hasta hace 30 días atrás. Por ello, considera que la política monetaria debe retornar a la normalidad, en al menos dos dimensiones: en primer lugar, volviendo a introducir ajustes más graduales de la



Tasa de Política Monetaria, lo que permite acumular más información antes de tomar una decisión, particularmente si ella conduce a una reversión de política; y, en segundo lugar, terminando a la brevedad con el ciclo de relajamiento de tasas, lo que constituye otra dimensión de normalidad.

Considerando ambos escenarios, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux se inclina por una reducción de 50 puntos base, porque una rebaja de 25 puntos base difícilmente podría ser considerada por el mercado como el fin del ciclo de ajuste. Por otra parte, estima que una rebaja superior a 50 puntos base le parece inconveniente no solo por lo sorpresiva, sino porque podría inducir un proceso de desintermediación en el mercado de fondos mutuos, creando volatilidad y arriesgando un deterioro de las expectativas de los agentes económicos.

Finalmente, señala que de acordarse una rebaja de 50 puntos base en la Tasa de Política Monetaria, considera que no sería conveniente la inclusión de un sesgo en el Comunicado, ya que dicha omisión en sí misma constituye una señal, que sugiere que los próximos movimientos en esta materia dependerán de la información que se acumule.

Por las razones expresadas, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux vota por una rebaja de 50 puntos base en la Tasa de Política Monetaria, estableciéndola en 0,75% anual.

El Presidente, señor José De Gregorio, señala que la actividad en la economía internacional, así como las proyecciones sobre su curso futuro, parecieran haberse estabilizado, disminuyendo los riesgos de un deterioro adicional. Indica, que además así lo estarían mostrando los indicadores bursátiles, los precios de las materias primas y las tasas de interés de largo plazo, entre otros. Agrega, que aunque probablemente no ocurran deterioros adicionales ni mayores problemas financieros a los observados en el último tiempo, no se puede esperar que desde el exterior provenga un impulso de demanda significativo.

En el ámbito interno, el Presidente señor José De Gregorio comenta que las noticias más recientes indican que la actividad económica se ha mantenido débil y la inflación muy baja. De hecho, los datos de actividad de abril son peores que lo esperado y no se puede descartar que la recuperación de la economía chilena sea algo más lenta de la estimada en el *IPoM*. En consecuencia, menciona que se podría estar enfrentando un escenario con menor inflación y mayores holguras que el escenario central del último *IPoM*. Señala, que este escenario es particularmente complejo por sus implicancias sobre la inflación proyectada y que esto se vería reforzado si se agrega el reciente anuncio del Ministerio de Hacienda acerca del financiamiento del déficit fiscal. Más aún, agrega que de producirse un repunte de la actividad más rápido de lo esperado en los meses venideros, las presiones inflacionarias se mantendrán muy acotadas. Afirma, que no existen riesgos de deflación, pero sí de que esta permanezca en niveles por debajo de la meta del Banco Central de Chile por un tiempo más prolongado que el horizonte de política.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio considera que hay razones para seguir bajando la Tasa de Interés de Política Monetaria a niveles similares a los estimados en el *IPoM*. Añade, que se podría pensar en tasas aún más bajas, pero dadas las incertidumbres sobre su potencial impacto en el mercado monetario, le parece prudente cierta gradualidad y prestar atención a cómo absorbe el mercado esta baja de tasas para proceder a un último recorte en el futuro.



Indica, que hasta ahora las rebajas de tasas se han transmitido adecuadamente a las tasas de colocación, aunque en ellas persisten primas de riesgo que mantienen las condiciones financieras con ciertos grados de estrechez. Espera que en la medida que la incertidumbre se vaya despejando y con la operación de los rezagos habituales, las tasas de colocación continúen disminuyendo. En todo caso, cree que es necesario aumentar el impacto del impulso monetario actual, el cual está acotado al encontrarse situado cerca del límite inferior de la tasa de interés. Para ello, le parece prudente indicar claramente en el Comunicado que el Banco Central de Chile estima que las tasas expansivas permanecerán bajas por más tiempo que el implícito en la curva *forward*, la cual tiene una trayectoria de tasas más elevada que la necesaria para cumplir con la meta de inflación. Menciona también, el análisis de la Reunión sostenida esta mañana, y señala que aunque las tasas de interés de largo plazo sean coherentes con los fundamentales, no lo son con lo que el Banco Central de Chile estima que es la trayectoria más probable de la Tasa de Política Monetaria.

Dada la evolución del panorama macroeconómico, en especial, la trayectoria esperada de la inflación, considera que es necesario proveer de mayor estímulo al nivel de la Tasa de Política Monetaria y que, si bien ello no se puede hacer comprometiendo ex-ante la trayectoria de la tasa de interés, es posible realizarlo indicando cuál es la evolución futura más probable consistente con nuestro esquema de metas de inflación.

Estima el Presidente señor José De Gregorio que es importante reconocer que las tasas pueden seguir bajando hasta su mínimo y, en especial, que le costaría entender un anuncio que señale que el estímulo permanecerá por un tiempo más prolongado si aún no se ha alcanzado dicho mínimo. A su parecer, la evidencia internacional, así como los antecedentes que se han recopilado, indicarían que este mínimo está más cerca de 0,5% anual, pero obviamente existen razones concluyentes, que se han discutido, que sugerirían que si se empieza a pensar en él, debería ser gradual. A su juicio, primero correspondería actuar en el nivel de la Tasa de Política Monetaria, y eso es lo que se ha venido haciendo, y después, cuando dicho proceso haya concluido, se puede continuar con un impulso prolongado para afectar toda la estructura de tasas de interés.

Por los motivos expresados, el Presidente, señor José De Gregorio, vota por reducir la tasa de interés en 50 puntos base, llevándola a 0,75%, y explicitar en el Comunicado que la política monetaria expansiva puede permanecer por un tiempo prolongado y que no se puede descartar la opción de que la referida tasa se vuelva a reducir para concluir definitivamente el proceso de relajación.

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

140-01-090616 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acordó reducir la Tasa de Política Monetaria a 0,75% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 0,75% anual.



En el ámbito externo, los datos recientes muestran que las perspectivas de crecimiento global para este año se han estabilizado. Las bolsas han repuntado, las primas crediticias se han reducido y los precios de los productos básicos, en particular del cobre y del petróleo, han aumentado.

En el plano interno, la información disponible para la actividad del segundo trimestre de este año sigue mostrando tasas de variación interanual negativas. El desempleo ha aumentado. Las condiciones crediticias se mantienen estrechas, pero están reflejando el impacto del mayor estímulo monetario.

En mayo, el conjunto de indicadores de inflación mostró reducidas presiones inflacionarias subyacentes. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos. Se prevén bajos registros de inflación anual en los próximos trimestres, mientras que las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen estables.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, será necesario mantener el estímulo monetario por un tiempo más prolongado que el implícito en los precios de activos financieros. Ello permite 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 17:22 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero