



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 141
celebrada el 9 de julio de 2009

En Santiago de Chile, a 9 de julio 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 el señor:

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes

y los señores:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de 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° 141, señala que, conforme al Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de enero de 2010 para el día 14 de dicho mes.

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

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición señalando que las cifras de producción industrial muestran que el ritmo de caída se ha atenuado en un conjunto amplio de economías, que Asia está presentando algunos signos de recuperación, en especial la República de Corea y Taiwán, y destaca el incremento que exhiben Japón y China, particularmente.



Respecto de las exportaciones reales, el Gerente de Análisis Internacional señala que también se advierten algunas recuperaciones en el margen, especialmente en Japón, Corea y Brasil, las que se explican, fundamentalmente, por el aumento de las exportaciones de bienes manufacturados en Singapur, Japón, Taiwán y, en menor medida, en China. No obstante, aclara que las caídas son muy significativas en doce meses, con excepción del caso de esta última economía.

El señor Lehmann señala que la confianza empresarial muestra un repunte en el margen, que da cuenta de un mejoramiento de las perspectivas, pero que, salvo el caso de China, el índice de difusión de todos los países analizados está bajo 50%, es decir, que el escenario es más bien pesimista. Agrega que la percepción de los consumidores comparada con la confianza empresarial, muestra un mayor grado de dispersión, destacando el incremento en Corea y las cifras positivas de Brasil, mientras que la Zona Euro y Estados Unidos, si bien exhiben un repunte, todavía están muy marcadamente en el área más bien negativa.

En cuanto al mercado laboral, el Gerente de Análisis Internacional indica que, considerando cifras desestacionalizadas, este aún continúa débil en la mayoría de las regiones, a pesar de que registra un menor ritmo de deterioro durante el segundo trimestre del presente año y una cierta recuperación en Estados Unidos. La evolución de las solicitudes de subsidio de desempleo, agrega, siguen mostrando una tendencia muy leve hacia la baja, distinta claramente a lo que ocurrió en la crisis de los ochenta y durante la crisis del 2001, pero no muy diferente de lo que aconteció en la del año 1975.

El señor Lehmann menciona que las tasas de desempleo correspondientes a un conjunto relativamente amplio de economías, incluida la chilena, continúan evolucionando al alza y hace especial hincapié en el caso de Estados Unidos, país que presenta un mercado mucho más flexible que algunas economías de Asia y Europa.

Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio, consulta si en un mercado más flexible se esperarían mayores cambios en los salarios y menores en las tasas, basado en que lo tradicional es que esto ocurra en aquellos países donde el mercado laboral es más flexible.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco interviene, respondiendo que los datos muestran exactamente lo contrario. Ejemplifica con los casos de Estados Unidos, Canadá y, en alguna medida, el Reino Unido, países que cuentan con los mercados laborales más flexibles, donde el ajuste en cantidad ha sido más rápido. Agrega, que hay otra alternativa que se genera cuando se tienen muchos contratos a corto plazo, como es el caso de Estados Unidos, entonces es en dicho lapso donde el desempleo llega a cifras muy altas, y los contratos más largos demoran en renovarse.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su presentación, mencionando que los cambios en materia de crecimiento son bastante marginales para el año 2009, ya que sólo se aprecia una economía algo menos negativa respecto del mes anterior. De acuerdo con lo que él expresa, los cambios más importantes se darían probablemente en el año 2010 y que, quizás, la mayor discrepancia viene de Estados Unidos y Europa. Al respecto, informa que el Fondo Monetario Internacional entregó una proyección de 0,8% el día anterior, cifra que está más bien en la parte más baja de las proyecciones, y de -0,3% para Europa, mientras que algunos bancos de inversión, particularmente el JPMorgan, están proyectando un crecimiento para Estados Unidos en torno a 2,5%, e incluso mayor, y también un panorama más positivo



para Europa. En opinión del señor Lehmann, de la muestra de entidades que la Gerencia considera para estos efectos, el Fondo Monetario Internacional es la única que todavía proyecta caídas en el PIB de Europa para el próximo año.

Sobre este aspecto, el señor Ministro de Hacienda manifiesta que, dado que se sabe que los crecimientos son promedio contra promedio, cuando este cae en un año y se quiere que el del año siguiente suba, tiene que haber un incremento significativo en las velocidades para que ello ocurra. En este sentido, destaca precisamente lo informado por el WEO el día anterior, esto es, el 8 de julio, que señala que la tasa de crecimiento de casi todos los países cae en el año 2009 y sube para el próximo año. En su opinión, la aceleración necesaria para que eso acontezca es de gran magnitud, por lo que es dable tener alguna duda respecto de qué tan factible es el escenario descrito por el Fondo Monetario Internacional.

El Gerente de Análisis Internacional concuerda con lo expresado por el señor Velasco, indicando que, efectivamente, tiene que producirse un aumento muy importante en las velocidades y que ello está implícito en las proyecciones actuales de la Gerencia. El señor Velasco acota que para que eso sea posible, el crecimiento debe ser de dos dígitos, por lo menos, a lo cual el señor Vicepresidente añade que, de acuerdo a algunos bancos de inversión, China ya estaría creciendo a más de 10% a tasa secuencial en el segundo trimestre, y el señor Lehmann agrega que China es la economía que está liderando las proyecciones hacia el alza e impulsando particularmente el crecimiento en Asia, y que ello es coherente con lo que están proyectando también el Fondo Monetario Internacional y los bancos de inversión.

En materia de inflación, el señor Lehmann señala que las proyecciones o las expectativas para el promedio correspondientes a los años 2009 y 2010 se han estabilizado relativamente, mientras que los registros *spot* siguen cayendo.

El Gerente de Análisis Internacional informa, a continuación, que las primas por liquidez en Estados Unidos y Europa han seguido cayendo, aunque aún no alcanzan los niveles pre crisis. Agrega, que las primas por liquidez correspondientes a plazos más largos registran caídas más pronunciadas, en tanto que las que exhibe Estados Unidos a un mes son relativamente estables.

En relación con las tasas de interés, el señor Lehmann indica que las de mediano y largo plazo de economías desarrolladas han estado cayendo, particularmente en Estados Unidos, donde la tasa a 10 años ha registrado una baja realmente importante respecto de la última RPM, que alcanza a 30 puntos base aproximadamente, disminución algo similar a la experimentada por la tasa a 2 años, lo que da cuenta de que la pendiente de la curva de rendimiento está relativamente estable. En cuanto a la tasa efectiva interbancaria *overnight*, el Gerente menciona que ella está muy cerca del rango establecido por el FED, esto es, en una cifra muy cercana a cero. En el caso de Europa, continúa, existe mayor variabilidad en la tasa interbancaria y caídas realmente importantes en las tasas de largo plazo y las a 2 años plazo, lo cual obedecería, fundamentalmente, a un mayor apetito por comprar bonos de los Estados Unidos. De hecho, agrega, se han observado demandas mucho mayores que lo anticipado, que han estado llevando las tasas a niveles muy bajos, y que detrás de ello podrían existir, además, elementos asociados a dudas respecto de la evolución de la economía en adelante, lo que también se ha traspasado al mercado, reflejándose en el mercado bursátil.

Prosigue el señor Lehmann refiriéndose ahora a la tasa efectiva que la Gerencia de Análisis Internacional está proyectando, la que evidencia la existencia de una brecha entre esta y la estimada.



El Presidente consulta si la tasa efectiva es mayor que la estimada, a lo cual el señor Lehmann responde que dicha tasa ha estado algo por debajo de la tasa que entregaron los modelos. Añade, que si se incorporara, particularmente, lo que es el balance del FED, esto es, si se midiera en algún grado lo que es el *quantitative easing*, probablemente si explicaría bien este movimiento, lo cual refleja que hay un efecto asociado a esta política. Al respecto, el señor Vicepresidente agrega que ello también se debe a que el entusiasmo se redujo de forma significativa durante las semanas previas, lo que explica un cambio de expectativas.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su exposición, mostrando una lista de los países que están teniendo un comportamiento más agresivo en materia de política monetaria y en los cuales la tasa de política monetaria está bajo 1%. En ella incorpora también a Noruega, cuya tasa de instancia alcanza a 1,25% anual. Indica, que la lista también incluye a los bancos que están aplicando políticas monetarias no convencionales, entre los cuales se encuentra Canadá, economía que si bien no las ha aplicado todavía, está abierta a la compra de bonos del gobierno y de privados, entendiéndose por "abierto a", que estas medidas ya fueron anunciadas pero no se han concretado aún. Agrega, que Noruega básicamente continúa efectuando *swaps* de papeles, lo que no constituye una política muy tradicional o en línea con la que han estado llevando a cabo otros bancos centrales. Respecto de este punto, el señor José De Gregorio complementa que Israel, al parecer, sigue con la política de compra de papeles del Tesoro y acumulación de reservas por razones de seguridad y no con el propósito de acumular reservas propiamente tal.

En relación con las paridades, el señor Lehmann menciona que estas han tendido a depreciarse bastante marginalmente respecto del último año, destacando la situación de aquellos países que son exportadores de productos básicos, como Australia, Nueva Zelanda y Canadá. En cuanto al tipo de cambio real, señala que el perfil es bastante parecido en todas las economías, si bien las pendientes son algo distintas. En el caso de Brasil, especifica, ello se debe probablemente al hecho de estar indizado en 2003 = 100, cuando el real brasileño estuvo particularmente depreciado, pero que los perfiles son bastante parecidos.

El señor Ministro de Hacienda, refiriéndose a que el tipo de cambio real, usando IPC, es sólo una forma de medir el tipo de cambio real y que hay muchas otras que pueden ser relevantes, especialmente, frente a fluctuaciones tan grandes en los precios de los exportables y de importación, consulta si sería posible, ojala para la próxima Reunión de Política Monetaria, tener un gráfico comparativo que incluya también el tipo de cambio real, utilizando otra medida para algún conjunto de países donde el dato exista, grupo, que imagina, no debe ser muy numeroso.

El señor Lehmann retoma su presentación, informando que las bolsas se inclinaron a la baja durante el último mes y que los premios soberanos, en tanto, tendieron a aumentar levemente, en lo fundamental debido a dudas respecto del ritmo de recuperación.

El Gerente de Análisis Internacional señala que las paridades y CDS presentan variaciones mixtas y que han tendido a predominar los aumentos de CDS respecto a algunas bajas, en particular, en algunos países de Europa.

Refiriéndose a los flujos de capitales, el señor Sergio Lehmann menciona que, considerando los promedios móviles de seis meses, estos han tendido a moderarse y a disminuir durante las últimas semanas, lo que da cuenta de algún grado de salida de capitales. En cuanto a la emisión de bonos, agrega que las cifras al cierre de julio muestran un mayor



interés por colocar bonos en los mercados internacionales emergentes, particularmente bonos corporativos.

En cuanto al comportamiento de los precios de los *commodities* durante el último mes, el Gerente de Análisis Internacional destaca las caídas de los precios de algunos granos, gasolina y petróleo, y menciona que la disminución ha sido algo más atenuada en el caso del cobre. En términos de perfiles de futuros del petróleo y la gasolina, indica que, no obstante las caídas que han presentado, usando la metodología habitual son bastante marginales, y subraya particularmente el caso de la gasolina, en que el desacople respecto al perfil de futuros del mes anterior se produce más bien en el corto plazo, ya que no se ha reflejado hacia el mediano y largo plazo la caída en los precios FOB de la gasolina. Respecto del precio del cobre, plantea que la reducción de los inventarios si bien algo más atenuada, y los indicadores de confianza asociados a la evolución del precio del cobre, que siguen mostrando una tendencia positiva, han logrado sostenerlo en niveles por sobre 2 dólares. Ello, agrega, ha llevado a la Gerencia a revisar las proyecciones de dicho precio para el promedio de este año y también en algún grado el próximo, en torno a 10 centavos. En el caso del petróleo y de la gasolina, señala que los cambios son algo más marginales, destacando la caída en el precio promedio de la gasolina proyectado para el año 2009, debido a lo observado en el mercado *spot* en adelante y que, sin embargo, por ahora no se registran cambios significativos.

El Consejero señor Manuel Marfán estima que cuando hay un *shock* de esta naturaleza, los ajustes de inventarios pasan a ser muy bruscos. Lo natural, indica, es que cuando se parte con una crisis de liquidez, como es actualmente el caso, la estrategia de las empresas es vender y no comprar, y que cuando todas las empresas hacen lo mismo, ello lógicamente lleva a una caída de la demanda. A su juicio, este comportamiento tiene un límite, a partir del cual se tiene que retornar a un punto donde las compras se igualen a las ventas, lo cual no necesariamente significa que la recuperación empezó. Dicho en otras palabras, si el *shock* es estructural, se puede estar frente a un *overshooting* para abajo mientras se ajustan los inventarios, los que después vuelven a una planicie que puede ser muy mediocre. Estima el señor Marfán que el comportamiento del comercio y de la actividad industrial, expuesto por el señor Lehmann, podría ser eventualmente explicado por un fenómeno de esta naturaleza, donde se ve un rebote, que puede ser el comienzo de una recuperación, pero también puede ser sólo un efecto producto de los comportamientos de los inventarios y no necesariamente de un crecimiento sostenido. Agrega, que esto podría pasar también en Chile, pero no todavía.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, concuerda con lo expresado por el señor Manuel Marfán, en el sentido de que, indudablemente, lo primero que se observaría es un movimiento de inventarios, y que sólo luego de un par de trimestres se podría constatar si ello es sostenible o no por el lado de la demanda más perdurable. En su opinión, si se aprecia que el aumento no ha retomado mucho dinamismo, se puede dar un segundo rebote, a lo cual el Consejero señor Marfán sostiene que el efecto de inventarios sería, en tal caso, un *greenshoot*.

El Gerente de División Estudios responde que, indudablemente, así es por el lado de la producción industrial y de las exportaciones en el mundo, y en Asia, particularmente. El señor García indica que pensando en la próxima Reunión de Política Monetaria, o incluso antes, se revisará cómo ha sido el comportamiento de los datos de inventarios en cuentas nacionales por sectores económicos a nivel internacional para, de esta forma, tener una perspectiva comparada respecto de lo que le está pasando a Chile.



Al respecto, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, con motivo de lo comentado por el señor Lehmann sobre las exportaciones de Asia, señaló que las de China no están creciendo y que no obstante, es el crecimiento interno o el de la demanda interna de esa economía lo que está levantando a Asia. Sin embargo, agrega, que en todo caso, China no tiene el tamaño suficiente para levantar al mundo, por lo que la clave es lo que va a suceder especialmente con los consumidores de Estados Unidos de América.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann y a continuación, solicita al Gerente Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto que exponga la información relativa al escenario interno.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, da inicio a su presentación, indicando que el IMACEC de abril registró una corrección muy relevante, de 1% mes a mes, dato que si se compara con el de mayo se traduce en un leve aumento de 0,2%. En mayo, por el contrario, este índice fue de -4,4%, en línea con lo proyectado, y aún más bajo si se considera el promedio de lo que va del trimestre.

A la pregunta del Consejero señor Sebastián Claro acerca de si el nivel final es el mismo, el señor Soto contesta que es más bajo, influenciado básicamente por lo acontecido en el mes de abril más que por lo que ocurrió en el mes de mayo pasado, a lo cual el señor Ministro de Hacienda agrega que lo positivo, entre comillas, no es que haya mejorado mayo, sino que bajó la tasa.

En cuanto a la dinámica sectorial, el Gerente de Análisis Macroeconómico destaca que si bien la industria ha continuado cayendo de manera sistemática, los sectores vinculados a la inversión son los que registran las disminuciones más intensas, y que la minería, a pesar de exhibir un cierto rebote en el margen, registra alta volatilidad y niveles más bajos comparados con los del año anterior. Agrega, que los indicadores parciales de construcción son más bien mixtos, ya que hay un cierto efecto positivo en las ventas reales, pero por otra parte los despachos de cemento y los permisos de construcción siguen relativamente planos. Al respecto, comenta que en este sector se observó un cierto rebote en algún momento, que se estimó tendría mayor persistencia en el tiempo, pero que los últimos dos datos indican que los permisos estarían estancados. Respecto del comercio, señala que las cifras son más alentadoras, toda vez que algunos indicadores, en especial, los ligados al comercio minorista, han experimentado un cierto incremento, no así el comercio mayorista, cuyo margen es más bajo que los datos previos.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si las ventas minoristas anticipan las ventas mayoristas, esto es, si la demanda empieza por las ventas minoristas, y si acaso se cuenta con algún patrón histórico. El señor Claudio Soto responde que efectivamente, las ventas mayoristas están muy ligadas a lo que ocurre con la producción en los sectores de inversión, ferretería y afines y, que hasta ahora, en el margen, no hay indicios de que las ventas minoristas vayan en aumento en conjunto con las mayoristas.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue con su presentación, mencionando que los indicadores de consumo muestran mejoras en el margen. Destaca la recuperación sostenida de las ventas de automóviles, reflejada por el indicador de bienes durables que construye el INE, así como también la recuperación en el margen en el indicador coincidente de las ventas de bienes habituales y en los indicadores de perspectivas de los consumidores. No obstante, señala que los datos de importaciones no muestran aún un repunte claro, como tampoco los de las importaciones reales.



Refiriéndose a la percepción de los inventarios, que se obtiene de la encuesta que se hace a los empresarios, el señor Claudio Soto informa que si bien esta ha tendido a bajar, todavía está en un rango muy por sobre 50, lo que no sólo se considera elevado, sino que muy superior a los promedios de los últimos tres años.

El Consejero señor Manuel Marfán estima que ante un determinado nivel de inventarios, la percepción de si se está o no sobreinventariado dependerá de la visión que se tenga respecto del futuro, esto es, si se piensa que la situación actual es normal y después la visión se torna pesimista, un mismo nivel de inventarios podría pasar de considerarse normal a otro en que se estima que se está sobreinventariado. Como se trata de percepciones, agrega, estas dependen mucho de la visión que se tenga, por lo que en la medida que mejoren los indicadores de percepción económica, debiera también traducirse en que bajen los inventarios efectivos y suban los deseados.

A lo anterior, el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, acota que es evidente que el aumento de los inventarios de la industria y del comercio no obedeció a un incremento de los inventarios físicos propiamente tal, sino que a la reducción de actividad. Explica, que la reciente desacumulación de inventarios obedece a un tema financiero, esto es, al costo en términos de caja de tener inventarios paralizados. A su juicio, la actual disminución de estos va en la dirección correcta y a una velocidad parecida a la que experimentó su aumento. Agrega, que la caída de existencias es bastante significativa y que la reversión de ellas aún no se observa en los datos que se manejan respecto del PIB del segundo semestre.

El Consejero señor Enrique Marshall complementa lo expresado, indicando que en el caso de los inventarios concurre también un factor de composición, por cuanto tratándose de los automóviles está claro que en un momento de crisis cambia la composición de la demanda y por lo tanto los vendedores se quedan con *stock*.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su exposición e informa que para junio los datos de consumo energético, que son relativamente bajos, hacen prever un IMACEC que podría estar en torno a -5%, lo que representa una leve caída con respecto de su nivel de mayo. Aclara que la proyección de la Gerencia para el mes, que es coherente con la estimación que se tiene para el trimestre, no es literalmente la proyección del IMACEC con el modelo de energía, pero que este último ayuda a ajustar las proyecciones, por lo que, en consecuencia, se tiene una proyección del IMACEC implícita en torno a -5% y algo más alto. Con ello, agrega que, en términos de las proyecciones mensuales, en adelante, podría haber una pequeña caída adicional en el nivel del IMACEC en el margen. Destaca, que lo más relevante es el ajuste en la corrección del crecimiento del segundo y tercer trimestres de este año, desde -4% hasta -4,8% para el segundo trimestre y desde -1,1% hasta -2,1% para el tercero.

En relación con consultas formuladas por el Presidente señor José De Gregorio y el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, el señor Claudio Soto responde que los datos antedichos se encuentran ya corregidos y que el *IPoM* de mayo informó -2,9% para el segundo trimestre. Asimismo, aclara que los datos trimestre contra trimestre arrojan -5,1% para el segundo trimestre y 7,3% para el tercero.

El asesor del Ministro de Hacienda, señor Igal Magendzo, indica que para crecer -0,75% en el año habría que hacerlo al 6% en doce meses en el cuarto trimestre, y consulta si se tiene alguna indicación acerca de la velocidad que ello implica, a lo cual el Gerente de División Estudios responde que se necesita un crecimiento anualizado de entre 10 y 15%



secuencial en el tercer y cuarto trimestres. Precisa, que con los datos de los IMACEC implícitos en el segundo trimestre, se calcula el IMACEC desestacionalizado por todo el período y se utiliza como factor para desestacionalizar el PIB.

El Consejero señor Manuel Marfán recuerda que en la Reunión de Política Monetaria pasada, se vio que en el corto plazo las cifras eran peores que las que se habían proyectado en el escenario base del *IPoM*, pero que en ese entonces se anticipaba un probable un repunte para el segundo semestre, que hacía que el escenario central siguiera siendo válido. Por tal motivo, en su opinión, dicho escenario dejaría de ser válido conforme con las cifras actuales.

Al respecto, el señor Pablo García hace presente que en las Opciones de las Reuniones de Política Monetaria se es muy cuidadoso en no decir si el escenario del *IPoM* es o no válido, porque no se hacen proyecciones del año. Aclara, que lo dicho en la Reunión pasada fue que no cambiaba en general los contornos del escenario del *IPoM*, que suponía una recuperación en el segundo semestre, sin que se especificara si se era coherente o no con los rangos de proyecciones. En su opinión, en ese entonces era demasiado temprano para saberlo. Añade, que una revisión adicional, incluida en las presentes Opciones que se propondrán al Consejo, se señala que para alcanzar el rango se necesita un crecimiento significativo en el segundo semestre, de entre 10% y 15% anualizado. Precisa, que no se está diciendo si eso va a ocurrir o no, como tampoco, que ese es el supuesto considerado para el tercer trimestre.

El Consejero señor Manuel Marfán interviene para señalar que se ha dicho que el escenario del *IPoM* ha quedado atrás cuando el precio del petróleo se elevó considerablemente y que, incluso, este muchas veces ha quedado obsoleto antes de un mes. En su opinión, ahora se debería abandonar el escenario de crecimiento del *IPoM*, y consulta si el *staff* tiene alguna percepción en el mismo sentido, a lo cual el señor Pablo García señala que, a su juicio, es lo que correspondería hacer y precisa que la pregunta relevante es si ello se quiere transmitir o no.

El Ministro de Hacienda manifiesta concordar con lo planteado por el Consejero señor Manuel Marfán y el Gerente de División Estudios señor Pablo García. Indica que la información actual, más el dato de energía del mes de junio, que desconocía, sitúan a la economía chilena en un escenario con alta probabilidad de que el crecimiento sea bastante menor que lo que se había contemplado. Acota, que puede haber un cambio en el perfil al interior del año, esto es, que los meses de abril y mayo han sido más bajos y que es probable también que el segundo semestre sea levemente más alto, en parte porque la base es más baja.

Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio comenta que ello ya está incluido en la Minuta de Antecedentes y que incluso la prensa ha informado que el crecimiento ha sido menor que el esperado. Agrega, que si se proyecta esta desviación respecto de la del *IPoM* de mayo, se puede hablar de un crecimiento de al menos -1,5% para el año y de una inflación por debajo de -0,5% para el cierre del año, en vez de 0,6%.

El Presidente consulta asimismo, acerca de la cifra de la Encuesta de Expectativas para el presente trimestre, a lo cual el señor Pablo García responde que asciende a -3,5%, y el señor Claudio Soto agrega que esta se corrigió de -1 a -5% para el año.



El Consejero señor Enrique Marshall señala que, en su opinión, más importante que discutir la serie de proyecciones, el aspecto central está en si acaso se va a producir la recuperación en el segundo semestre y cuál va a ser el grado. Agrega, que con la proyección de la economía, lo más probable es que se cierre el año con cifras por debajo de lo esperado. Para el referido Consejero, lo fundamental fue el mensaje transmitido por el Banco en mayo, en cuanto a que habrá recuperación económica con cierta intensidad y que el riesgo en este punto reside en la potencia que va a tener.

A juicio del Presidente José De Gregorio, esa pregunta es relevante en el caso del -2,1% correspondiente al tercer trimestre, el que de acuerdo con lo que se puede deducir, asciende a un 4,2% anualizado. El señor Claudio Soto precisa que se trata de 7,3%, a lo cual el Presidente señala que es más fuerte aún y que le llama la atención que ese -4,8% sea menor que el -2,1% contemplado en el Informe del primer trimestre. El Gerente de División Estudios aclara que se trata de las velocidades y el Gerente de Análisis Macroeconómico agrega que las variaciones trimestre a trimestre hay que multiplicarlas por cuatro para sacar las velocidades. El Presidente consulta si acaso el segundo trimestre va a ser aún más negativo. El señor Claudio Soto hace presente que en el tema del PIB hay dos elementos de oferta que han sido bastante relevantes: el primero, que se adelantó la producción en el primer trimestre, lo que determinó que dicho trimestre no apareciera tan malo respecto del segundo; y el otro, incide en que el efecto de la crisis de la industria salmonera se está sintiendo actualmente de manera importante y que, de hecho, la proyección se corrige por lo menos en tres décimas en adelante, simplemente por lo que está ocurriendo en el sector pesca, para el cual se proyectaba un crecimiento de -7,4% y ahora se tiene una proyección de casi -30% para el segundo trimestre. Agrega, que la otra parte de la corrección proviene de lo que está ocurriendo con la industria, cuya recuperación se estima será más lenta.

Respecto del consumo y la inversión, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que no existe mucha información, razón por la cual estos componentes de la demanda no se han corregido de manera relevante, pero que si hay una corrección en la variación de existencias, en que en el segundo trimestre debería haber sido casi tan mala como en el primer trimestre y que se estima que en el tercero seguiría habiendo una desacumulación de existencias, pero de menor intensidad que la registrada hasta ahora. A pesar de lo anterior, el señor Claudio Soto informa que, respecto del trimestre anterior, en este se contempla el PIB y el PIB resto sin agricultura con tasa de variación positiva.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, refiriéndose a la variación de existencias, aclara que de acuerdo con los datos que se presentan, que aún no son públicos sino que de cuentas nacionales y que hacen una apertura de la variación de existencias por sectores, se observa que la desacumulación de existencias ha sido más intensa en la industria y que esta se explica de manera importante por la disminución que ha experimentado este sector. Agrega, que se observa una correlación bastante alta entre la caída de los sectores industriales y la desacumulación de existencias, y que la variación de existencias de la industria, que está ajustada por el componente doméstico de la producción y no considera los mercados importados, obedece a varios sectores, siendo los más relevantes la industria alimenticia, la química, la de productos metálicos y la de la madera.

Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán señala que sería interesante conocer su duración, ya que las variaciones de inventarios no pueden ser permanentes. Agrega, que si se tiene una desacumulación de inventarios no deseada, entonces se debería esperar un crecimiento de la industria, no una caída.



El señor Pablo García responde que algunos antecedentes sugieren que en el segundo trimestre podría darse un cierto crecimiento. A modo de ejemplo, señala que las exportaciones industriales, sin considerar la situación de los salmones, dejaron de caer a principios de este año e incluso han comenzado a subir, y que en el caso de las exportaciones industriales han seguido cayendo, quizás por mayor demanda y no por menor producción.

El Ministro de Hacienda comenta que si la información anterior se descompone entre bienes industriales de consumo final versus insumos, existe algún patrón. Afirma, que la gran acumulación de existencias ha ocurrido en la industria metalmecánica que le vende a la industria del cobre, la que actualmente registra una baja inversión o respecto de los productores cuyos bienes se comercializan en supermercados. Agrega, que en este aspecto podrían existir algunas claves, porque el comportamiento de la demanda inducida obviamente va a ser distinto del de la demanda final, en otras palabras, el consumo se va a recuperar más rápido que la inversión.

Prosiguiendo con la presentación del escenario interno, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico informa que la tasa de desempleo llegó a 10,2% en mayo y que 9,9% es el dato desestacionalizado, lo que se explica tanto por una caída adicional en la tasa de crecimiento del empleo como por una tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo que retrocede levemente respecto del trimestre móvil previo, pero que, de todas maneras, continúa a tasas de crecimiento más elevadas que las de los últimos promedios móviles de los meses anteriores. Destaca, que resulta relevante la desaceleración adicional del empleo en el margen, porque en el trimestre móvil anterior se había observado que la desaceleración del empleo tendía a cero.

Respecto de los salarios, el señor Claudio Soto indica que estos exhiben una tasa de variación estable en los últimos meses, por lo que la tasa de variación interanual de los salarios de los CMU ha seguido una tendencia decreciente en el tiempo. Añade, que los salarios reales exhiben un repunte relevante en el mes de mayo, dados los registros de inflación que se han registrado.

En cuanto al dato de IPC, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que las variaciones anuales son inferiores al rango de tolerancia, ya que el registro de junio fue de 1,9% en tanto que la inflación mes a mes fue positiva por primera vez en tres meses. Hace presente, que en todo caso, los indicadores subyacentes, como el IPCX1, tuvieron variaciones negativas en el mes, de -0,2%. A una consulta formulada por el Ministro de Hacienda, el señor Claudio Soto responde que el IPC en doce meses alcanzó a estar solo un mes dentro de la banda, a lo cual el Presidente señor José De Gregorio agregó que el Banco considera que el promedio sea de 3%, por lo que habría que compensar un 9,9%.

El señor Claudio Soto añade que lo proyectado el mes pasado estuvo, en general, en línea con las respectivas cifra, salvo algunas sorpresas, como en vestuario, por ejemplo, cuyos precios experimentaron caídas adicionales superiores a lo contemplado; el alza de los medicamentos, que revertió las bajas de precios de meses anteriores; como también, que sorprendió el alza de la tarifa eléctrica, la que se estima será transitoria, ya que se permitió a las empresas eléctricas efectuar una indexación que ahora deberán revertir con motivo de la fijación del precio nudo; la baja en combustibles también fue inesperada, fundamentalmente por lo ocurrido con el tipo de cambio durante el mes, que fue más bajo que el previsto.



El señor Claudio Soto menciona que las velocidades de la inflación están bastante bajas en general y que, de hecho, se tienen velocidades negativas para el IPC y para el IPCX, como asimismo, velocidades positivas para el IPCX1, pero muy influidas por efectos estacionales derivados del reajuste de la educación que ocurrió en marzo. Agrega, que la proyección que se está realizando supone un tipo de cambio de \$535, y que a esta fecha se encuentra aproximadamente en \$15 por sobre este valor.

Prosigue el Gerente de Análisis Macroeconómico indicando que tratándose de perecibles, la proyección es básicamente muy similar a la que se tenía y el precio del petróleo está algo por sobre el informado en la Reunión pasada, pero con un precio de la gasolina más bajo. Añade, que dado el precio de la gasolina y el tipo de cambio también se encuentran más bajos, la trayectoria para el precio de la gasolina está por debajo de lo considerado en la Reunión de Política Monetaria pasada y que, de acuerdo con el conjunto de antecedentes disponibles, la proyección a noviembre se corrige desde -0,8% hasta -1,3% y la proyección para diciembre a -0,4%, la que se compara con el 0,6% publicada en el *IPoM* para el mismo mes de diciembre.

El señor Claudio Soto señala que lo destacable es que más allá de la contribución negativa del combustible en adelante, se espera que el aporte de los precios de los sectores resto siga cayendo en el tiempo e, incluso, que los sectores más importantes o *cores* puedan tener una contribución negativa hacia fines de año. Plantea, que modelos de series de tiempo indican caídas relevantes en la inflación y llevan a proyecciones que son levemente mayores que las del escenario base, pero dentro del orden de magnitud. Por ejemplo, los modelos TAR son exactamente iguales, los modelos Sarima son similares, mientras que los modelos autoregresivos, que tienen más persistencia, indican una inflación por sobre la que se considera en el escenario base.

En relación con el mercado financiero, el Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que las tasas que informará consideran los nuevos *benchmarks* con los que trabaja la Gerencia de Mercados Financieros Nacionales. Informa, que con estos nuevos *benchmarks*, las tasas nominales se han mantenido estables desde la última Reunión de Política Monetaria, las tasas reales subieron durante el mes y cayeron de manera significativa en los últimos días. Indica, que en este sentido, las tasas reales se han reducido en 40pb aproximadamente respecto de la última Reunión y que la tasa *swap* a 360 días, que se había mantenido más o menos plana, incluso después de la antedicha Reunión, registró una baja importante en la última semana. Agrega, que las tasas de colocación de los créditos exhiben movimientos mixtos en general y que lo más destacable es que las tasas comerciales a 90 y 365 días se han incrementado respecto de un antecedente que incluso ya estaba más alto que el mes previo. Subraya, también, que el dato en el margen de las colocaciones a 30-89 días está al alza por primera vez, aclarando que este último corresponde a la tasa promedio desestacionalizada hasta el día martes pasado, o sea, comprende datos de la primera semana del mes de julio en curso.

El Presidente señor José De Gregorio hace referencia a las tasas de interés de los créditos de consumo, que se redujeron a todos los plazos, especialmente, las de a más de tres años que disminuyeron entre 90 y 120pb. Añade, que las tasas de interés de las colocaciones comerciales cayeron bajo 6%, a lo cual el Gerente de División Política Financiera especifica que esa reducción se refiere a esos antecedentes respecto de la última Reunión.



El Consejero señor Manuel Marfán señala que es conocido que las tasas de interés de mercado disminuyen ante una reducción de la Tasa de Política Monetaria, pero que lo importante es si esta logra o no influirlas en una magnitud que sea relevante. Al respecto y excluyendo las tasas de los créditos de consumo, señala tener la inquietud acerca de si las tasas de interés de los préstamos bancarios están también disminuyendo a un ritmo similar. Para conocer ese antecedente, a su juicio, no basta con el promedio, porque probablemente se considera un *sudden stop* a una categoría de clientes importante y con ello bajan las tasas promedio. Por ese motivo, solicita contar con un diagnóstico más preciso para poder determinar si realmente las condiciones monetarias a las que propende el Banco Central de Chile, se han traducido o no en condiciones de crédito que sean más ventajosas en materia de tasas de interés, al menos, porque puede ser que el problema principal no se encuentre en la magnitud de la baja de tasa por parte del Banco Central, sino que en cuánto mejoran las condiciones de crédito para aquellos agentes que podrían generar un mayor gasto. Añade, que el mecanismo de transmisión de la política monetaria expansiva hacia demanda agregada y, por su intermedio a inflación en precios pasa por el comportamiento del sistema bancario, ya que no hay contacto por otras vías que no sea a través de dicho sistema. Reitera, que por ello se requiere información, para determinar si se acepta o rechaza la hipótesis de que puede no haberse producido un traspaso suficientemente expansivo, de manera de explicitar en mejor forma la política establecida por el Banco Central a los clientes del sistema financiero.

Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio señala que el seguimiento del comportamiento de la tasa de traspaso se efectuó en reiteradas oportunidades durante el primer trimestre, pero que se dejó de realizar, por lo que debería retomarse en términos periódicos. Hace presente, que le resulta compleja la situación de las tasas hipotecarias ya que corresponden a las del BCP-5, y sería deseable sujetarlas a la trayectoria de esa tasa lo que estima de relevancia obtener. Asimismo, consulta acerca de la fecha en que se difundirá la Encuesta de Crédito, por proporcionar información muy útil al respecto, a lo cual el señor Kevin Cowan indica que la encuesta se efectuó la última semana de junio, por lo que se dispondrá de ella dentro de dos semanas. Asimismo, el Presidente solicita contar con algún indicador que explique las razones por las que este ciclo es distinto, en razón de que parte de los efectos del traspaso podría consistir en el planteamiento expuesto por el Consejero señor Manuel Marfán, en orden a que el problema incidiría en los mayores riesgos en el otorgamiento de crédito, por lo que la tasa de interés simplemente se reduce por dicho motivo.

El Ministro de Hacienda plantea que, en su opinión, existen dos dimensiones que considerar; una, es la relativa a un plazo fijo entre agentes y la otra, es para el agente en cuanto al tiempo. En ambas, señala, hay dudas respecto del traspaso entre agentes por las razones ya mencionadas por el Presidente señor José De Gregorio y el Consejero señor Manuel Marfán, lo que se confirma cuando se observan las cantidades y no los precios. Indica, que el estancamiento de los *stocks* es bastante notorio, incluso para aquellos segmentos hipotecarios en que el Banco del Estado tradicionalmente es muy activo. Su otra duda, originada en la Minuta de Opciones, dice relación con las trayectorias esperadas, ya que en la Reunión de Política Monetaria anterior se comunicó que se esperaba una tasa a niveles actuales o menores por un tiempo prolongado, lo que no se refleja en la estructura de tasas en adelante. En su opinión, esa es otra dimensión que apunta en la misma dirección respecto a sembrar dudas sobre si el *monetary stance* es lo expansivo que requieren las condiciones actuales.

El Gerente de División Estudios informa que la Gerencia monitorea el traspaso de tasas y que esa información se presenta en las Reuniones solo cuando hay hechos destacables que comunicar. Básicamente, señala, dada la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria que se deduce de los precios de activos, que es la que se utiliza para ver los



traspasos de tasas, no se observan anomalías en la rebaja de las tasas de los créditos comerciales, tomando en cuenta también medidas de riesgo, de costos de fondos de la banca y otros elementos que se han analizado en varias oportunidades.

El Ministro de Hacienda consulta acerca de cómo se define una anomalía, a lo cual el Gerente de División Estudios responde que se trata de un residuo positivo que se infiere de la trayectoria implícita para la Tasa de Política Monetaria en adelante en la curva *forward* y por las medidas de riesgo que vienen dadas, por ejemplo, el costo al que se fondean los bancos en el exterior, o el VIX o el *EMBI*, y si se observa un residuo positivo, estadísticamente significativo, se podría decir que existe una anomalía que no se está traspasando. El señor Pablo García explica que ello se efectúa, en primer término, respecto a la tasa promedio, destacando que también hay otro tema relacionado con la dispersión y al efecto explica que tratándose de los créditos de consumo se observa que no ha habido innovación en ese sentido, lo que obedecería a que aparentemente hay un elemento de riesgo de crédito interno producto del desempleo, que está determinando que las tasas se mantengan en niveles relativamente altos. En cuanto a las tasas de crédito hipotecario, agrega, que tampoco se observan anomalías y que su comportamiento es más bien parecido al de los créditos comerciales. Complementa, que ello es condicional a la trayectoria de Tasa de Política Monetaria que se deduce de la curva *forward*, lo que puede ser objetable y que, de hecho, es un tema que se menciona en las Opciones.

Al respecto, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco solicita se explique cómo se entiende que las tasas de los BCU estén disminuyendo y que por el contrario las de los créditos hipotecarios aumenten. El Gerente de División Estudios responde que, tal como se ha señalado anteriormente e informado en los últimos *Informe de Estabilidad Financiera e Informe de Política Monetaria*, lo destacable es que en los últimos seis meses las tasas reales se encuentren por debajo de lo que estaban antes de la crisis; que el aumento de tasas que se produjo fue transitorio; y, que Chile ha sido capaz de acomodar las tasas reales de largo plazo más bajas que las que se habrían supuesto si se nos hubiera consultado en agosto del año pasado, sobre la pregunta hipotética de lo que ocurre con las tasas largas si el *spread* soberano sube en 200pb ó 300pb.

Sobre el particular, señala que el principal fenómeno entonces consiste en que las tasas de largo plazo estén en los niveles relativamente reducidos en que se encuentran, más que hayan subido en el corto plazo. De hecho, menciona que la fuerte caída que tuvo la tasa de los BCU-5, que la ha llevado a niveles menores que 2% real en febrero de este año, en medio de la secuela de la peor crisis financiera de los últimos setenta años, a su juicio, constituye una señal de extraordinaria seguridad que proveen estos títulos, por lo que compararlas con ese nivel puede resultar confuso. Agrega, que existen datos de tasas de interés máximas y de tasas mínimas y que, tal como era de esperar, dado el entorno riesgoso que se presenta, las tasas mínimas han propendido más rápido a la baja de tasas de interés que las tasas máximas, con lo que ha aumentado la dispersión. Puntualiza finalmente, que no hay evidencia de que se haya producido segmentación, en términos de que algunos clientes puedan haber sido excluidos del mercado del crédito, ya que no existen antecedentes confiables al respecto, por lo que habría que revisar la base de datos de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras que contiene mayores detalles al respecto.

El Consejero señor Enrique Marshall interviene señalando que, sin perjuicio de que se deba seguir monitoreando este tema, las cifras que se presentan despiertan algún grado de preocupación, dado que podría estar ocurriendo que los ciclos hacia la baja de tasas de interés se estén cerrando completamente, dado que la Tasa de Política Monetaria ya ha



cumplido con ciertos niveles mínimos y la presión por bajar las tasas empieza a disminuir. Indica, que hay que recordar que en un contexto como éste, la competencia al interior de los bancos disminuye, por la existencia de clientes cautivos, situación que ya se observó a principios de la presente década, cuando en algún momento se tornó difícil bajar las tasas y hubo que ejercer alguna presión. Puntualiza, que por ello corresponde efectuar el seguimiento de estas cifras, por cuanto si bien hasta esta fecha se produjo una cierta rebaja de tasas de interés, en adelante, ello podría estar deteniéndose como consecuencia de la relevancia del tema riesgo de crédito, por lo que en un contexto como éste, serán las empresas bancarias las que tendrán el rol principal.

El Ministro de Hacienda manifiesta no compartir lo planteado por el Gerente de División Estudios en cuanto a que en episodios previos de crisis en Chile y en América Latina la tasa de interés real estaba dada por la necesidad de defender una paridad cambiaria y de evitar mayores salidas de capitales, por lo que no era la tasa de interés deseada por razones de demanda agregada, ya que constituía una tasa defensiva, por cuanto era la única que se podía tener para que la economía no se derrumbara. Hoy, afirma, Chile se encuentra en una etapa superior, por lo que debe sujetarse a otro estándar. Luego, la pregunta que debe formularse no es si nuestra tasa real de interés es tal que no provocará una situación anómala que motive a retirar divisas del país, sino que si ésta es la tasa real de interés que se quiere, dado los objetivos de política monetaria y el *output gap*. Manifiesta que la duda que le surge al respecto es el segundo aspecto, por cuanto si ya Chile se encuentra sujeto a otros estándares, la tasa de interés real debe corresponder a aquella que se requiere para cumplir con los objetivos de política monetaria y dado el *output gap*, su convicción es que más allá de que el plazo sea muy corto, no se encuentra donde debería estar, reiterando que, en su opinión, nuestro país no debe ceñirse actualmente al estándar que tenía en la crisis de los ochenta.

El Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan, estima que hay dos antecedentes que complementan la tesis de segmentación: el primero reside en que lo que efectivamente se aprecia es que los préstamos por segmento del deudor evolucionan de manera distinta en lo que va del ciclo, ya que las grandes empresas mantienen acceso en volumen de crédito por montos muy superiores que las empresas de menor tamaño; y lo segundo, que hay una diferencia también importante en las condiciones crediticias. Al respecto, indica que cuando se separa la encuesta por tamaño hasta el mes de marzo, se aprecia que la banca ha estado dispuesta a flexibilizar algunas de las condiciones de crédito para las empresas de mayor tamaño y no así para las otras empresas, donde tanto las tasas, los plazos y las garantías se han incrementado en forma sistemática. En síntesis, menciona que hay evidencia complementaria de que el efecto es significativo.

El Consejero señor Manuel Marfán interviene para recordar lo que ha sostenido desde hace tiempo y que, de hecho, fue una de las recomendaciones que efectuó al actual Ministro de Hacienda al asumir su cargo, en cuanto a la iniciativa de crear un Banco de Desarrollo Público para enfrentar situaciones de crisis que la banca privada no puede resolver. Menciona, que resulta evidente que cuando sube el nivel de riesgo, los bancos limitan el otorgamiento de créditos y no se les puede obligar a que presten a las Pymes. La autoridad debe contar con algún grado de diagnóstico de la dispersión e, incluso, del grado de racionamiento en algunos casos. Agrega, que ha consultado acerca de la cifra que correspondería a una tasa *prime* de colocaciones, ya que estima que se trata de un punto relevante, por cuanto no es la política monetaria la que puede resolver ese tipo de problemas.



Al respecto, afirma que por más que el Banco Central de Chile baje la tasa de interés, no existen razones por las cuales los bancos van a otorgar crédito a clientes de alto riesgo en situaciones económicas de incertidumbre, por lo que se trata de un tema que debería ser analizado. Estima, que se trata de un punto relevante ahora, dado que los instrumentos con que cuenta el Banco para estimular un mayor otorgamiento de crédito hacia el sector privado tienen menor potencia por las razones mencionadas, pero con ello se abre espacio también para otras políticas financieras complementarias que no son de competencia del Banco Central de Chile. Finaliza su intervención, manifestando que le parece que las medidas de dispersión están demostrando que el presente es un ciclo donde se vuelven a dar características similares, quizás no del orden ni magnitud de las que hubo en el período 1998 a 1999, donde sí se produjo claramente ese *sudden stop* interno.

El Ministro de Hacienda declara compartir lo expuesto, y destaca que por las mismas razones se ha sido tan activo en las políticas fiscales aplicables en el Banco del Estado de Chile, en el FOGAPE, en el FOGAIN y en otros instrumentos utilizados por la CORFO, que tuvieron un crecimiento exponencial en los montos asignados.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación para hacer dos aclaraciones respecto de los datos en el margen de las colocaciones, las que siguen estancadas. En primer término, señala que a partir de información diaria que se recibe y que después se corrige con los datos efectivos que proporciona la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, las colocaciones de consumo mostraron en el mes de mayo una aceleración por segundo mes consecutivo. Explica, que el dato corregido, si bien muestra un cierto rebote, es bastante menor que el provisorio que se tenía en mayo. Asimismo, indica que el dato provisorio hasta el mes de junio muestra la existencia de una desaceleración adicional respecto del dato corregido de mayo, pero que el panorama podría cambiar cuando se reciban los datos efectivos. Destaca, que el otro aspecto interesante que se observa es el aumento que experimentaron las colocaciones para la vivienda en Unidades de Fomento en el primer trimestre, coherente con la importante alza que registraron las ventas de viviendas, pero que los datos en el margen muestran que hay un cierto retroceso en las colocaciones reajustables.

Al respecto, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que el ciclo en viviendas es confuso, porque el momento de la compra de una vivienda no coincide con el en que se documenta y con aquel en que el crédito queda registrado en la institución financiera. Luego, consulta acerca de cómo se explica una caída en el crédito que sigue a un período en que aumentó la suscripción de escrituras de mutuo hipotecarios, por lo que si esto calza con el ciclo tal como se conoce, o si se trata de una situación anómala.

El señor Claudio Soto responde que el Banco no cuenta con datos fidedignos acerca de la correlación entre los préstamos hipotecarios con las ventas de vivienda, señalando que en la Gerencia a su cargo se investiga la existencia de algún modelo al respecto. Agrega, que los datos que recién se han obtenido muestran cierta cautela, y que en cuanto a los permisos, éstos han tendido a retroceder algo en el margen.

En cuanto al tipo de cambio, el Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que este se apreció de manera importante desde la última Reunión de Política Monetaria, pero que se ha depreciado en los últimos días. En términos reales, agrega, que éste se encuentra depreciado aproximadamente en un 15% más de lo que fue el punto mínimo alcanzado en el año 2008.



Sobre los indicadores bursátiles, indica que el IPSA ha caído levemente respecto del registro de la Reunión de Política Monetaria anterior, que este índice está más o menos en línea con los movimientos en otras bolsas en el mundo y bastante estable comparado con un promedio de las bolsas mundiales e indicadores de bolsas latinoamericanas.

En cuanto al dinero, el señor Claudio Soto señala que se aprecia una tasa ascendente en el crecimiento del M1, y que tal como se ha visto en otras ocasiones, las tasas de crecimiento del dinero menos líquido son siempre decrecientes en el tiempo.

Respecto de la Encuesta de Expectativas Económicas, el Gerente destaca que las proyecciones de crecimiento para el 2009 se ajustaron hasta -1,5% y que las expectativas también se corrigieron levemente a la baja para el año 2010.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que en relación con las expectativas para la inflación, las compensaciones a un año se ajustan de manera importante a la baja; que las compensaciones *forward swap* han caído de manera importante respecto de la última RPM; y, que las compensaciones más largas, sobre todo las que se miden con los bonos, dadas las máximas que se tienen de *benchmark*, muestran bastante volatilidad y han tendido a aumentar respecto de la última Reunión de Política Monetaria. Añade, que de las encuestas efectuadas se desprende que las mesas de dinero están operando con inflaciones cercanas a 1% a un año y otras expectativas, también a doce meses, están en 2,1%.

El Presidente señor José De Gregorio afirma que los porcentajes mencionados corresponden al promedio, por lo que estima que la mediana es más baja, a lo cual el señor Claudio Soto confirma lo expuesto en cuanto a que se trata de los promedios. En general, acota, que las expectativas de inflación de esta fecha a un año son bajas y que en la Encuesta de Expectativas a dos años se sitúa en 3%.

Respecto de la Tasa de Política Monetaria, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las encuestas de expectativas a julio arrojan una TPM más baja y que de la curva *forward* se puede inferir que las expectativas para esta se ubican en 0,5% para los próximos meses y en torno a 2% para mediados del año 2010, y destaca que cerca de 60 pb del aumento de la curva *forward* se explican por nuevos *benchmarks* nominales.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que con los nuevos *benchmarks* la curva ha sido mucho más elevada que la *forward* que se deriva como modelo, a lo cual el Gerente de División Estudios indica que ello es efectivo, pero que la dirección del diagnóstico es la misma, esto es, que si se hubiera aplanado la curva *forward*, se habría generado un problema. En opinión del señor Presidente, lo expresado significa que el mercado sigue más la proyección del Banco que hace algunos meses.

El Ministro de Hacienda pregunta acerca de los nuevos *benchmark* nominales. El Presidente señor José De Gregorio explica que primitivamente se construía dicho *benchmark* sobre la base de un bono a dos años que había que reemplazarlo, mientras que actualmente se utiliza un bono genérico basado en una canasta que se representa al plazo de dos años.

Para finalizar con la exposición del escenario interno, el señor Claudio Soto informa que para esta Reunión, la mayoría de los agentes encuestados estima que el Consejo acordará una disminución de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base y que la nueva Tasa se mantendrá por lo menos hasta el próximo mes de septiembre. Destaca, que de la Encuesta de Expectativas se obtiene que la Tasa de Política Monetaria se encuentra más baja



que hace un tiempo y que junto con ello, ha aumentado la dispersión entre las respuestas, lo que refleja una mayor incertidumbre respecto de la tasa a un año.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación efectuada por el Gerente de Análisis Macroeconómico y ofrece la palabra para comentarios.

En primer término, el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, consulta acerca de las razones por las cuales la Encuesta de Expectativas arroja una diferencia de 100 pb con respecto de la *forward* al final de la proyección, a lo cual el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, responde que se trata de una razón relacionada con la curva *forward*, ya que en razón del bajo nivel de la Tasa de Política Monetaria, se genera la incertidumbre respecto de que esa curva pueda ser esa o alguna mayor, por lo que existe una prima por riesgo que sesga los precios de los activos al alza.

El Consejero señor Manuel Marfán estima que mientras más lejos se encuentre la Tasa de Política Monetaria punta de la tasa neutral, la dispersión debería ser más amplia por razones obvias, por cuanto se generan dudas acerca del momento en que se inicia la trayectoria de recuperación en relación con la dirección contraria. Agrega que, al respecto, la consulta razonable consistiría en determinar cuál sería para el Banco la trayectoria ideal de las curvas *forward*.

El señor Pablo García señala que los datos expuestos corresponden a la proyección del último *IPoM* y que esta podría actualizarse con los datos coyunturales. Agrega, que el caso más extremo, suponiendo ningún cambio en el PIB potencial y un crecimiento para el 2009, entre -1,8 y -2%, el ejercicio muestra una tasa de 0,5% anual por dos años.

Para finalizar, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que antes de la presente Reunión se efectuó un ejercicio con el modelo para ver lo que sucedería con la Tasa de Política Monetaria para alcanzar a 3% anual si se sigue la regla de comportamiento y no tiene la cota inferior, y la Tasa de Política Monetaria nominal resultante correspondería entre -2% a -2,5%.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 141.

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

El Gerente de División Estudios comienza con la exposición de las Opciones, recordando que en la última Reunión de Política Monetaria el Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria hasta 0,75% anual, y que asimismo señaló que sería necesario mantener el estímulo monetario por un tiempo más prolongado que el implícito en los precios de activos financieros.

El señor Pablo García entrega, a continuación, las principales noticias desde la última Reunión, mencionando, en primer término, que en el ámbito externo las perspectivas de crecimiento global han detenido su deterioro, pero que, sin embargo, los mercados financieros han moderado el tono más optimista que mostraban hace un mes frente a noticias coyunturales no tan auspiciosas. Congruente con esto último, agrega que los precios de los principales *commodities* han tendido a descender. A nivel local, indica que las noticias de actividad llevan a revisar a la baja las perspectivas de crecimiento para el segundo y tercer trimestres en una cifra



cercana a un punto porcentual, estimándose que esto se debe a una significativa desacumulación de existencias. Añade, que todavía se considera que el segundo semestre presentará tasas de expansión secuenciales positivas, gracias a antecedentes sectoriales de consumo, entre otros, pero que, sin embargo, dada la estimación de actividad para el segundo trimestre, se requiere un repunte significativo en el PIB, de entre 10 y 15% anualizado por todo el segundo semestre para alcanzar el rango de crecimiento presentado en el último *IPoM*.

La inflación de junio, prosigue, ha estado en torno a lo previsto en la última RPM, con algunas diferencias en tarifas y combustibles. Hace presente que en adelante, sin embargo, con niveles del tipo de cambio como los observados previo al cierre de la Minuta de Antecedentes, la proyección de inflación se corrige en torno a medio punto porcentual, y que las medidas de expectativas de inflación consideran perspectivas de variación interanual del IPC más reducidas hacia el segundo semestre de este año.

El Gerente de División Estudios sostiene que las condiciones financieras han continuado reflejando el mayor estímulo monetario y que las tasas de colocación comercial y de consumo han seguido descendiendo, mientras que las hipotecarias a plazos largos se han mantenido estables. Respecto de la última noticia, indica que luego de la última reunión y tras opiniones públicas vertidas por varios Consejeros, las distintas medidas de expectativas para la TPM se ajustaron a la baja, anticipando un nivel mínimo de 0,50% anual para los próximos meses. Agrega, que después de apreciarse hasta cerca de \$530, el tipo de cambio ha tenido una depreciación hasta niveles de \$545-\$550, motivada por el cambio del tono en el entorno global y las señales de política.

El señor Pablo García continúa con su presentación, destacando que el antecedente central para esta Reunión es el panorama probable de inflación a mediano plazo que se puede deducir de las noticias coyunturales. Señala, que tanto las mayores holguras en lo más reciente como los registros reducidos de inflación y la apreciación cambiaria, sugieren una trayectoria de la inflación que, con la estrategia de política monetaria considerada en el *IPoM*, no garantiza la convergencia a 3% en el horizonte habitual. Por otra parte, plantea que la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria implícita en los precios de los activos financieros señalaría un nivel de inflación a dos años algo por debajo del piso del rango de tolerancia, lo que puede estar observándose de forma incipiente en las compensaciones inflacionarias y las expectativas privadas. Indica, que lo expuesto sugiere que el logro de la meta de inflación requiere de un impulso monetario mayor que el considerado en la última RPM.

En opinión de la Gerencia de División Estudios, la primera forma de imprimir un impulso monetario superior es, naturalmente, una mayor reducción de la Tasa de Política Monetaria, pero que, considerando 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. Estos ajustes en la liquidez, explica, podrían introducir controversias y volatilidad, amortiguando el potencial efecto expansivo de rebajas más agresivas de la TPM. Agrega, que aunque el mercado monetario absorbió adecuadamente la reducción de 50pb en la reunión pasada, el llegar a un nivel mínimo menor de 50pb anual puede ser contraproducente, por lo que dicha consideración sugiere, por tanto, que las dos opciones a barajar dependen del nivel mínimo de la TPM en el que se desee finalizar el ciclo de rebajas actual, esto es, una reducción de 25pb para ubicarla en un nivel mínimo de 0,50%, o la mantención de ella si se considera que dicho nivel es de 0,75% anual.



El señor Pablo García menciona que, por otro lado, la pendiente de la curva de retorno sigue siendo mayor que la contemplada en el *IPoM* y, por cierto, superior que la que se deduce de las perspectivas inflacionarias dadas por las noticias coyunturales, las que se asemejan a escenarios de riesgo de menor inflación. Tal como aconteció en mayo y junio, sugiere que se puede señalar que la TPM se mantendrá en un nivel estimulativo por un tiempo más prolongado que el que tiene implícito el mercado como una estrategia para imprimir la mayor expansividad requerida, y que, al igual que el mes pasado, este mensaje puede ser comunicado de forma más potente si se señala, además, que el nivel al que llegará la TPM en la presente Reunión es el nivel mínimo.

El Gerente de División Estudios continúa su presentación sosteniendo que, sin embargo, la poca reacción de los precios de los activos financieros luego de la comunicación de la expansividad requerida para la política monetaria en el *IPoM* de mayo pasado y en la RPM de junio, sugiere que depender sólo de estrategias comunicacionales no es suficiente. Añade, que la trayectoria de la TPM implícita en los precios de los activos y en la Encuesta de Expectativas de junio indican aumentos de entre 200 y 300pb en el curso del año 2010, lo que no es congruente con la meta, dadas las perspectivas de inflación que se desprenden de una recuperación moderada de la actividad a partir del tercer trimestre del presente año.

El señor Pablo García plantea que la complementación vía acciones concretas de la comunicación de una instancia monetaria estimulativa por un tiempo prolongado, requiere un análisis cuidadoso del instrumental de política disponible por parte del Banco Central. Por lo pronto, indica que es difícil argumentar que la intermediación financiera o crediticia esté alterada de manera relevante y que, por tanto, se requiera de acciones de política similares a las emprendidas en diversas economías desarrolladas, tales como, compras de activos del sector privado. Al respecto, expresa que más coherente con la necesidad de aumentar el impulso monetario es actuar directamente en la validación de la estrategia escogida de política monetaria, la que busca mantener la TPM en su nivel mínimo por un tiempo prolongado.

Lo anterior, prosigue, se puede realizar mediante facilidades de liquidez a plazos mayores de un día, de manera de proveer toda la liquidez demandada por las entidades financieras mediante otorgamiento de garantías por parte de estas, a una tasa de interés objetivo. Sostiene, que el Banco Central también podría realizar operaciones de mercado abierto con sus propios pagarés descontables en pesos, de manera de apuntar a un nivel de tasa objetivo. Plantea, que dado el diagnóstico de política monetaria actual, el operar con este tipo de instrumental a plazos de hasta seis meses, considerando como tasa objetivo la TPM mínima que se decida en la Reunión, es coherente con el tramo corto de las expectativas privadas.

El señor García señala que atendido que a plazos más largos y durante el año 2010 las expectativas privadas consideran una pendiente mayor que la razonable en diversos escenarios del *IPOM*, así como también, en la visión actual sobre las perspectivas de holguras y de inflación de mediano plazo. Hace presente, que ello impide descartar *a priori* la implementación de dichas operaciones a plazos mayores que seis meses o su vigencia hasta bien avanzado el año 2010. Añade, que tampoco se pueden descartar ajustes en las emisiones de pagarés o bonos a plazo del Banco Central de entre un año y dos años, de manera de actuar con la política de emisiones y de deuda de forma coherente con la conducción de la política monetaria.



El Gerente de División Estudios indica que lo expuesto lleva a que las opciones a considerar en la ocasión tengan dos dimensiones complementarias: la primera, la decisión de si la TPM mínima es de 0,50 ó 0,75% y, por tanto, si en la Reunión se reduce o no la tasa en 25pb; y la segunda, la conveniencia de actuar con estrategias no convencionales de política monetaria para validar el diagnóstico de que es necesario mantener la TPM en su nivel mínimo por un tiempo prolongado.

Agrega, que en este segundo ámbito, es relevante la decisión del plazo y del tipo de operaciones a realizar. Desde el punto de vista de los plazos, indica que, mecánicamente, mientras mayores sean, más fuerte será la señal de que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, reduciendo las primas por riesgo y, por tanto, también las tasas de captación del sistema. Desde el punto de vista de las operaciones escogidas, señala que ellas difieren en términos de la precisión de las señales de TPM que entregan, ya que las operaciones de liquidez a plazo dan la señal más precisa respecto del nivel de la TPM en adelante, mientras que el efecto en las tasas de interés de operaciones de mercado abierto con los pagarés de corto plazo está sujeto naturalmente a cierto grado de variabilidad. Por último, plantea que actuar sobre los montos de emisión de deuda entre uno y dos años otorga una señal de TPM más imprecisa hacia el futuro. Añade, que esta incertidumbre es aún mayor a plazos más prolongados, donde, en todo caso, se debe argumentar que es evidente que el nivel de las tasas de largo plazo está desviado de sus fundamentales.

Para finalizar, el Gerente de División Estudios manifiesta que, como es habitual, hay antecedentes comunicacionales o tácticos que se deben tomar en consideración. Indica, que el primero de ellos se refiere al nivel de la Tasa de Política Monetaria que se decida en esta reunión. Al respecto, hace presente que el mercado y los analistas han asentado sus expectativas de manera abrumadora por una reducción de 25pb, por lo que la mantención de la Tasa de Política Monetaria sería una sorpresa. En cuanto a medidas no convencionales, señala que en el mercado se ha producido cierta discusión sobre su pertinencia, aunque sin considerar operaciones de liquidez a plazo con tasa fija como se plantea en las Opciones. Sostiene, que en razón de esto último, el optar por alguna de las medidas no convencionales de provisión de liquidez planteadas, probablemente produzca un impacto en el mercado. De la misma forma, menciona que como existe la expectativa de medidas adicionales, remitir la decisión a solo una reducción de la Tasa de Política Monetaria podría ser interpretada como una señal de política monetaria menos estimulativa. Por último, plantea que si el objetivo central de la decisión de política monetaria que se adopte en la jornada es el de incidir de forma cierta en las percepciones en el mercado respecto de la Tasa de Política Monetaria en adelante, una métrica de su efectividad será si ciertamente se produce un cambio en estas percepciones.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta la necesidad de aclarar las Opciones, dado que en esta oportunidad no sólo se está decidiendo sobre la tasa de política monetaria, sino que se ha abierto también la opción de aplicar políticas monetarias no convencionales. Estas consistirían en aprobar una facilidad de liquidez a seis meses, que asegure que la tasa de interés sea la tasa de política monetaria que se decida, lo cual requeriría efectuar operaciones con PDBC para poder ajustar la liquidez a esos plazos, medida que también adecuaría el Plan de Deuda para toda la emisión a dos años o a plazos inferiores. En razón de ello, ofrece la palabra al Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán De Ramón, para que explique detalladamente lo que se va a decidir en esta Reunión.

El señor Beltrán De Ramón, refiriéndose al Proyecto de Acuerdo correspondiente, señala que respecto de implementar la facilidad de liquidez a las empresas bancarias a plazos de hasta seis meses, la Gerencia de División a su cargo propuso que esta



sea de 3 a 6 meses y que se ofrezca semanalmente a la última Tasa de Política Monetaria determinada por el Consejo hasta el término de la operación. Plantea, que para que ello tenga éxito y el Banco no sea objeto de arbitrajes, necesariamente se tienen que mantener las ofertas colaterales, básicamente de PDBC hasta seis meses, cuya tasa no puede ser superior que 0,50; 0,51 ó hasta 0,52%, como máximo, en caso que la tasa de instancia monetaria se rebaje a 0,5% anual.

El Gerente de División explica que para lograr lo anterior, el Consejo debería aprobar una ampliación del ajuste permitido a esta licitación hasta 50%. Asimismo, y con el objeto de evitar tener una curva quebrada, considerando lo poco profundo que es el mercado aún en las tasas nominales, también sugiere suspender el plan de deuda, esto es, los BCP-2 y los PDBC a un año, básicamente.

El Presidente concede la palabra al Gerente de Investigación Económica, señor Luis Felipe Céspedes, quien comienza su exposición señalando que así como fue discutido en la sesión de la mañana y tal como lo indica la Minuta de Opciones, es necesario imprimir un impulso monetario adicional al ya contemplado en el escenario central del *IPoM* de mayo, habida consideración de la acumulación de noticias en los últimos meses. Precisa, que un cálculo basado en una simple regla de Taylor, y consistente con lo expresado por el Gerente de Análisis Macroeconómico durante la mañana, indica que la TPM debiese ser negativa en el corto plazo para que la inflación converja a la meta de 3% en el horizonte de política monetaria.

Respecto del mínimo al cual podría llegar la TPM producto de la crisis financiera, plantea que, dado lo señalado en la Minuta de Opciones, no es difícil concluir que la vía de escape al problema de un límite inferior a la TPM, al menos inicialmente, sea incrementar el periodo de tiempo por el cual esta debiese mantenerse baja. En su opinión, si no se puede bajar la tasa en el corto plazo, habría que reducir la pendiente para lograr un estímulo macroeconómico equivalente. Agrega, que lamentablemente y tal como se ha observado en las últimas semanas, afectar la trayectoria de tasas esperadas por el mercado es complejo y difícil, dado que los problemas de consistencia dinámica se exacerban en este tipo de situaciones.

Lo anterior, manifiesta el señor Céspedes, puede redundar en una Tasa de Política Monetaria esperada mayor que la necesaria para volver la inflación al 3% en el horizonte de política. Hace presente, que más complejo aún es que conforme la estructura de tasas de mercado es mayor que la requerida, se exagera la necesidad de mantener la TPM en un nivel muy bajo por períodos prolongados. Explica, que por cada vez que el mercado tiene una estructura de tasas superior a la que los modelos del Banco indican, se requiere aumentar el lapso de tiempo en el que se debiese mantener baja la Tasa de Política Monetaria, es decir, se puede entrar en un círculo vicioso. Al respecto, señala que una forma de reducir este problema es implementar mecanismos que le den credibilidad a la comunicación de una TPM que se mantendrá baja por un período, y que la alternativa de facilidades de liquidez discutida en la Minuta de Opciones emerge como un elemento clave en esta dirección. En su opinión, de no explicitarse un plazo en el cual esta facilidad estará disponible, se aumenta la probabilidad de que el mercado estime una mantención de TPM menor que la requerida para estimular a la economía. Informa, que antecedentes preliminares basados nuevamente en ejercicios en torno al escenario de riesgo del *IPoM*, muestran que los plazos a los cuales la TPM debiese mantenerse en niveles bajos exceden largamente los que podría comprometer el Banco en operaciones de liquidez, por lo que se requiere avanzar en otras dimensiones que apoyen este tipo de medidas, reafirmando que las señaladas en la Minuta de Opciones van en esa dirección.



El Gerente de Investigación Económica agrega que, dado el nivel de incertidumbre sobre el efecto de la estructura de tasas de los cursos de acción de política delineados en la Minuta de Opciones, parece razonable esperar y evaluar los efectos de la decisión de política monetaria que se adoptará antes de discutir potenciales alternativas. No obstante, señala que hay que tener muy presente que conforme la estructura de tasas se mantenga por sobre la requerida según las estimaciones disponibles en un esquema de facilidades de liquidez, el Banco tendría que comprometerse cada vez a plazos de mantención de TPM mayores o implementar acciones de política que, adoleciendo de un grado menor de inconsistencia dinámica, permitan incrementar el estímulo monetario en el corto plazo.

Como una nota al margen, el señor Céspedes menciona que la sola existencia de potenciales medidas adicionales es útil para evitar el problema de distribución de TPM futuras truncadas en el valor mínimo posible. Respecto a estas medidas adicionales, finaliza, la experiencia reciente de otras economías abiertas puede ser interesante de tener en cuenta.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán De Ramón.

El señor Beltrán De Ramón señala que, para efectos de hacer una recomendación sobre la determinación del estímulo monetario necesario, que sea coherente con una inflación proyectada en el horizonte de política en torno al 3%, hay que tener presente lo que indica la Minuta de Opciones de la Gerencia de Estudios, en cuanto a que en ella se informa un punto menos de perspectivas de crecimiento para el segundo y tercer trimestre, lo que, probablemente, determinará un decrecimiento mayor de la economía que lo contemplado en el rango más pesimista del *IPoM*. Al respecto, comenta que las cifras que se manejaban al comienzo de la jornada variaban entre -0,75% y una cercana a 2% negativo, lo cual altera las brechas de capacidad y, lógicamente, tiene efectos de menores niveles de inflación proyectada.

El Gerente de División Operaciones Financieras menciona que debe considerarse un segundo factor de la Minuta, que es que un tipo de cambio más apreciado y precios de combustibles más bajos harán que la inflación proyectada también caiga. Sostiene, que ambos fenómenos, además de ir en sentido contrario para asegurar la convergencia de la inflación al 3%, ponen en serios riesgos el cumplimiento de esa meta.

A juicio del señor De Ramón y también de varios economistas, la deflación es peor, ya que da una señal de postergación de demanda a la espera de precios más bajos, y más aún en este contexto en que la economía está deprimida.

A los dos factores indicados en la Minuta, el Gerente de División Operaciones Financieras agrega un hecho nuevo y relevante relacionado con el mercado del crédito, y que se refiere a que las tasas de colocación no han bajado en la magnitud de la reducción de la TPM en el horizonte de un año; por el contrario, destaca que algunas de ellas han subido en el margen en los últimos dos meses, junto con estancarse las tasas de crecimiento de las colocaciones de consumo, comerciales, hipotecarias y de comercio exterior, las que bordean el 0%. Agrega, que más sintomático es que las tasas de créditos comerciales de tres meses a un año, que se dice es el motor del sector industrial y comercial, hayan subido en los últimos registros mensuales.



Dado lo anterior, manifiesta concordar con la Gerencia de División Estudios en que es necesario aumentar el estímulo monetario, considerando que la proyección de la inflación y sus escenarios de riesgo y el escenario de riesgo de inflación versus deflación, son actualmente aún más asimétricos que en el mes anterior y cargados a la deflación que a la inflación.

En razón de lo expuesto, el Gerente de División Operaciones Financieras recomienda al Consejo que se adopten las siguientes decisiones: en primer lugar, bajar la TPM en 25 puntos, hasta 0,50% anual, y no más allá, por las fricciones ya comentadas. En segundo término, quitar el sesgo a la TPM, indicando que se encuentra en su nivel mínimo y que permanecerá así en un tiempo prolongado. Como tercera decisión, propone implementar una facilidad a las empresas bancarias a plazos de hasta seis meses a la TPM fija, correspondiente a la última determinada por el Consejo, de manera que la tasa de los PDDB se sitúe o en 0,50% ó 1 ó 2 puntos por sobre ese nivel. Para ello, el señor De Ramón recomienda también aprobar la ampliación del ajuste permitido a las subastas de PDDB de más menos 25% a más menos 50%, sin descartar tener que declarar desiertas algunas de ellas. Por último, considerando los riesgos de tener una curva quebrada, donde se tendría probablemente 0,50% hasta seis meses y de ahí en adelante, situación que con los precios actuales sería injustificado y además confuso de explicar al mercado, sugiere al Consejo que se suspenda la colocación de BCP-2, basado en lo poco profundo que es el mercado a plazos de 1 a 2 años, donde básicamente los bancos y los fondos mutuos sólo participan cuando se ofrecen tasas muy superiores a las que ellos estiman, en relación con su participación en el mercado nominal más corto en que las licitaciones a 30 y 90 días son muy cercanas a las proyecciones del Banco y por que además constituyen también una mejor alternativa que la establecida por la facilidad de liquidez de depósito, en que se restan 25 puntos base. Agrega, que ello contrasta con plazos mayores del mercado de deuda en que operan los inversionistas institucionales y que por ende, se trata de un mercado consolidado.

Para concluir, el Gerente de División Operaciones Financieras señala que ante la imposibilidad de seguir bajando la TPM a niveles negativos ó a 0%, en su opinión, es necesario llevar a cabo lo anteriormente expuesto para hacer converger la inflación a 3% en los próximos 24 meses.

El Presidente agradece la intervención del señor Beltrán De Ramón y concede la palabra al Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan.

En primer término, el señor Kevin Cowan manifiesta concordar con el análisis expuesto en la jornada de la mañana y con algunos de los antecedentes adicionales presentados por la Gerencia de División Estudios respecto de la necesidad de adoptar una tasa de instancia de política monetaria más expansiva. Agrega, que en ese sentido, concuerda también con los planteamientos acerca de la necesidad de impulsar hacia abajo la curva de retorno libre de riesgo dado por restricciones al nivel mínimo de la tasa de política *overnight* discutido en varias reuniones. Menciona, asimismo, que le parece razonable la propuesta planteada por la Gerencia de División Estudios sobre la aplicación de una combinación de políticas de provisión de liquidez y adecuaciones en la estructura plana de deuda a corto plazo y que se termine comunicando de manera convincente el compromiso del Consejo del Banco Central por mantener la tasa baja por un período prolongado.



Prosigue, enfatizando que la estrategia propuesta otorga márgenes de flexibilidad al Banco Central por la vía de las tasas a las que se reciben los depósitos como garantía para adecuar la provisión de liquidez conforme se avance y, por lo tanto, para minimizar o evitar efectos extremos o demasiado grandes sobre la estructura de depósitos a plazo que podrían traducirse en los problemas de la tasa mínima discutidos anteriormente.

En opinión del Gerente de División Política Financiera, dicha estructura, tal como está planteada, da ese margen para medir el impacto que ello va a tener sobre la estructura de depósitos a plazo y tiene los beneficios, además, de comprometer creíblemente al Banco Central en tasas bajas y, por lo tanto, de impactar la curva libre de riesgos, que corresponde a aquélla que el Banco debe mantener baja.

El Presidente, luego de agradecer la presentación efectuada por el señor Kevin Cowan, cede la palabra a Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco.

El señor Andrés Velasco comienza su intervención haciendo referencia a los tiempos de dificultad que enfrenta el país y destacando que la principal noticia que ha entregado el excelente análisis del *staff* del Banco es que el impacto de la crisis global en la economía chilena ha sido mayor de lo que se estimaba hace apenas un mes.

Las actualizaciones del escenario de crecimiento, sostiene, llevan ahora a pensar que la parte inferior del rango del *IPoM* de mayo de 2009 podría ser en la actualidad un escenario optimista. En su opinión, ello se debe, en buena medida, a que el alto grado de apertura de Chile, tanto en lo financiero como en lo comercial, hace que los *shocks* externos tengan potentes efectos en nuestra economía. La evidencia más clara de esto, indica, es la caída de casi 40% en el valor de las exportaciones, la que no tiene precedentes en la historia moderna de Chile. Concluye su introducción, mencionando que es preferible no imaginar donde estaría la economía chilena si no hubiese sido por la pronta y enérgica reacción, tanto de la política monetaria como de la política fiscal.

En lo medular, el señor Velasco destaca cuatro puntos respecto de la situación actual y para efectos de la decisión de política. En primer término, señala que el crecimiento que se desprende de los tres primeros trimestres del año lleva a estimar una brecha del PIB que se ha abierto en al menos 5%. El PIB está cayendo, según los datos contemporáneos, a una velocidad de 5% anualizada y la demanda interna se reduce hoy con más fuerza aún, a lo cual se suman las fuertes presiones deflacionarias, todo lo cual tiene consecuencias muy preocupantes para el empleo.

En segundo lugar, el Ministro de Hacienda plantea que el tipo de cambio se ha apreciado considerablemente desde principios de año, a pesar del mencionado *shock* adverso alrededor de las exportaciones. Agrega, que si bien el tipo de cambio real usado incluyendo IPC no parece estar muy desviado de los promedios históricos, ello no necesariamente debe tranquilizarnos, ya que si se mide el tipo de cambio real con otras variables, ya sea en el numerador o en el denominador, la historia podría ser bastante menos benigna. Sostiene que a lo anterior hay que agregar que parte de la apreciación real se ha atribuido a una política fiscal más expansiva, pero que, a su juicio, este raciocinio debe ser manejado con mucho cuidado, porque si el parámetro de comparación es el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo, este no se ve afectado por las variaciones coyunturales de la política fiscal, sino solo por las perspectivas de largo plazo de la política fiscal, materia en la cual Chile tiene una posición sólida en extremo.



El señor Andrés Velasco hace presente que el esquema de tipo de cambio flexible se basa en el rol estabilizador que debe jugar este precio, y que un tipo de cambio real elevado en la situación actual tiene efectos sobre la demanda por exportaciones y también en cuanto a la actividad de los sustituidores de importaciones, además del nivel de precios, asunto de importancia en la actual coyuntura. Al respecto, estima que el peso, en sus niveles actuales, tiene espacio para ser más competitivo, situación que puede ser conveniente, incluso necesaria, tanto desde el punto de vista de la actividad como de la inflación.

El tercer aspecto a que se refiere el Ministro de Hacienda dice relación con las tasas de interés de mediano y largo plazo, las que, en su opinión, no se encuentran hoy en un nivel todo lo expansivo que la situación requiere. Sobre el particular, reconoce que si bien es cierto que la acción oportuna y enérgica de la política monetaria logró reducir las tasas de interés respecto de los altos niveles que mostraban a fines del 2008, las tasas también se han resistido a ubicarse por debajo de los niveles que mostraban previo al inicio de la crisis. Hace ver que los niveles actuales de los BCU-5 y BCU-10, así como las tasas reales de mercado, se sitúan en niveles similares a los de un año atrás, excepto que en esa misma época la TPM era 500 puntos base más alta y la inflación estaba casi en 10% anual. Es más, agrega, que en el último mes la tasa del BCP-2, que se menciona en la Minuta de Antecedentes, aumentó 63 puntos base. Señala, que este diagnóstico se extiende también para la mayoría de las tasas de mercado y que a ello hay que sumarle un mercado del crédito muy frío, especialmente, si se considera sólo la extensión de crédito por parte de los bancos privados, ya que en meses recientes el Banco del Estado ha sido por lejos el más dinámico. En pocas palabras, resume que la Tasa de Política Monetaria, por razones que se discutieron *in extenso* durante la jornada de la mañana, no ha sido siempre traspasada al mercado de modo coherente con la expansividad monetaria que la política desea imprimir.

Como cuarto punto y final, el señor Velasco menciona que las expectativas de mercado continúan deteriorándose y que de hecho la última Encuesta de Expectativas corrigió el crecimiento a la baja de 1 a 1,5%, y que el crecimiento esperado para los años 2010 y 2011, en contraste con lo que pasa con el resto del mundo y con las expectativas de crecimiento en el resto del mundo informadas en el WEO del día anterior, también se corrigió a la baja. Agrega, que más preocupante aún es que la compensación inflacionaria de aquí a uno o dos años se reduce a 2,1%.

El Ministro de Hacienda recalca que los puntos a que hizo referencia, esto es, la brecha de producto, el desempleo asociado, la apreciación del tipo de cambio, las tasas de interés, que se han resistido a continuar bajando, y el deterioro de las expectativas, hacen peligrar las perspectivas de una pronta recuperación de la economía. Plantea, que una consecuencia directa de ello es que, tal como lo señala la Minuta de Opciones, peligran el objetivo operacional del Banco Central de Chile, esto es, que la inflación se ubique en el 3% en un rango de 24 meses. A su juicio, este es un hecho excepcionalmente preocupante, porque desde agosto de 2007, con la sola excepción del mes de mayo reciente, la inflación ha estado fuera del rango de tolerancia, y porque a ello se agregan varios meses más en que la inflación estará en el futuro por debajo del 2% e, incluso, será negativa en algunos meses. Anticipa, que en el mes de diciembre, que corresponde a un mes particularmente sensible en materia comunicacional, la inflación en 12 meses será negativa por primera vez en varias décadas, acaso en la historia moderna de Chile, y ninguno de los presentes quiere que esto dé argumentos a quienes pretenden cuestionar la autonomía del Banco Central de Chile. En lo personal, afirma, que está fuertemente comprometido con el marco existente de políticas macroeconómicas y por eso le resulta indispensable no escatimar esfuerzos para preservar la credibilidad y legitimidad de lo que hace el Banco Central autónomo.



El Ministro indica que hasta ahora el Banco Central ha hecho uso de sus herramientas habituales de política monetaria, es decir, reducir la Tasa de Política Monetaria, y declara coincidir con la Gerencia de División Estudios en que es el momento de utilizar todo el instrumental disponible con el objetivo de aplanar significativamente la curva de tasas, anclar las expectativas y provocar, ojala, una depreciación del tipo de cambio y un estímulo adicional a la demanda interna. Es por que ello que, en primer término, estima fundamental que la Tasa de Política Monetaria se reduzca a su mínimo posible y que el Comunicado transmita de la manera más enfática y explícita, que este nivel de tasas se mantendrá durante un tiempo prolongado. Como segundo punto, el señor Andrés Velasco considera necesario actuar sin vacilar para aplanar la estructura de tasas, ya que actualmente no es todo lo expansiva que la situación requiere. También le parece necesario que se adopten medidas de relajamiento cuantitativo, idealmente en la porción más larga posible de la curva y no solo en la parte corta, y, finalmente, así como se puede actuar inyectando liquidez a plazos mayores y comprando instrumentos de renta fija, ya sea en UF o en pesos, manifiesta no ver razones para descartar operaciones en moneda extranjera que puedan o no ser totalmente esterilizadas, lo cual constituiría otra faceta potencial del relajamiento cuantitativo que permitiría, además, llevar al tipo de cambio hacia un valor más coherente con la actual coyuntura de baja inflación. Antes de finalizar, menciona haber sido informado que el Consejo está considerando incrementar el costo de obtener liquidez en dólares de parte del Banco Central de Chile, materia que, en su opinión, resulta absolutamente indispensable en la actual coyuntura, habida consideración que las facilidades de liquidez en dólares que se pusieron en marcha seis meses atrás obviamente obedecieron a una situación total y completamente distinta a la actual.

Para resumir, el Ministro de Hacienda estima que, de acuerdo con las opciones que plantea la Minuta, resulta indispensable reducir la TPM; actuar decisivamente para aplanar las tasas en un horizonte lo más largo posible; y, al mismo tiempo, continuar activamente considerando una amplia gama de instrumentos para llevar a cabo un relajamiento cuantitativo, sin descartar, de modo alguno, las operaciones en moneda extranjera.

El Presidente, señor José De Gregorio, antes de dar paso a la votación, aclara que para efectos de la discusión, el resumen que hizo de las propuestas que se están contemplando son precisamente el resultado de una discusión profunda sostenida durante la última semana sobre las distintas modalidades de política monetaria no convencionales o instrumentos más allá de la tasa de política monetaria. Informa que se ha concluido que, dadas las condiciones y las perspectivas actuales, como asimismo, la necesidad de ir regulando el impulso monetario que se va dando coherente con la meta de inflación y con la tranquilidad que además otorgan las políticas del Banco, se ha estimado que este es el ámbito más adecuado para ser discutido en la Reunión. Agrega, que se han analizado varias otras alternativas existentes, las que se han descartado, por ahora.

El Presidente agradece al señor Ministro de Hacienda sus comentarios y a continuación ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que su votación se fundamenta en los siguientes elementos. En primer lugar, señala que las últimas cifras internas confirman la debilidad de la actividad, la que se mantuvo estable respecto del mes anterior, y muestran, en promedio, una actividad en el trimestre por debajo de lo proyectado. Aún así, expresa que los datos sugieren una recuperación a partir del próximo trimestre, aunque la velocidad de la recuperación tiene todavía una alta dispersión.



En el plano externo, el señor Claro indica que las perspectivas de recuperación se mantienen, aunque en las últimas semanas se han reducido las señales de una rápida vuelta al crecimiento. Agrega que con persistentes dudas sobre la salud del sistema financiero, las expectativas de recuperación están basadas, en parte, en la demanda de países asiáticos como China, y que la evolución de los precios de los *commodities* apoya esta visión. En el caso de China, plantea ciertas dudas respecto de la mantención del crecimiento de su demanda interna, dado que el impulso fiscal no es sostenible al igual que el impulso monetario, con políticas de expansión del crédito nunca antes vistas y con un sistema financiero sin la profundidad necesaria para intermediar ahorros domésticos o ahorros externos. Complementa dicha afirmación, señalando que resulta difícil pensar que la demanda mundial se vuelva dinámica sin una recuperación sostenible en Estados Unidos, Europa y Japón.

El Consejero señor Sebastián Claro hace presente que todo lo anterior contribuye a perspectivas de mediano plazo para la inflación acotadas, que las expectativas de mercado para un plazo de dos años fluctúen en torno al 1,5 ó 2% para los papeles, aunque de acuerdo con la Encuesta de Expectativas estas se ubican en 3%. Agrega, que la fuerza que contribuye a una menor inflación en el mediano plazo es principalmente el exceso de capacidad que se ha generado y que, dados los datos de los últimos meses, la menor actividad sugiere un espacio significativo para menores presiones de inflación.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, los mecanismos de financiamiento del déficit fiscal no tienen un impacto relevante sobre la inflación en el mediano plazo. Plantea que tampoco se debiera esperar un efecto importante en la inflación si la apreciación cambiaria en el mediano plazo resultara de una mayor inflación externa en los próximos años, ya que las presiones en el mediano plazo a la apreciación real son las que sí podrían afectar la inflación de manera sostenible. Añade que el tipo de cambio real se encuentra actualmente en niveles que razonablemente pueden ser calificados como de equilibrio, dados los precios de las materias primas y las condiciones macroeconómicas.

Ponderando los efectos anteriores, el señor Sebastián Claro estima que se justifica mantener la tasa de interés de política monetaria en niveles bajos y que se debe señalar que estos niveles se esperan bajos por un tiempo prolongado. Indica, que la trayectoria de tasas del mercado se ha ido corrigiendo en las últimas semanas hacia menores tasas, especialmente, en el segmento largo de la curva en UF, que las tasas de interés en pesos y en UF a plazos mayores de dos años se encuentran en niveles razonables, y que resulta difícil argumentar que se encuentran desviadas de niveles coherentes con la evolución esperada de la economía y las tasas internacionales. A su juicio, las tasas en UF a 5 y 10 años, de 2,3 y 2,8%, respectivamente, son bajas, y que las tasas nominales a 5 y 10 años, de 4,5 y 5,8%, respectivamente, también lo son. En consecuencia, el Consejero plantea tener dudas sobre las estrategias que apunten a afectar las tasas largas, considerando, además, las interrogantes respecto de su efectividad. Por lo demás, señala que los escenarios de riesgo analizados no consideran una corrección en la tasa de crecimiento del producto potencial de la economía, ya que en la medida que se ajuste a la baja, por ejemplo, de entre 0,5 y 1 punto porcentual por 2 ó 3 años, se deshace a mediano plazo parte de la brecha que justificaría la mantención de tasas muy bajas por un tiempo prolongado. Manifiesta, que dado el sesgo en las estimaciones de las brechas y los niveles de las tasas largas, se inclina por la prudencia en la evaluación de la trayectoria de tasas del mercado e internas a largo plazo.



El Consejero señor Sebastián Claro señala que si se observa, en cambio, cierta tensión en el mercado monetario de mediano plazo, especialmente, en el segmento 180 días a 2 años, donde podría argumentarse que las tasas libres de riesgo están altas en comparación con la trayectoria de tasas que se podría esperar en los próximos trimestres. Indica, que la evaluación de esta distancia es siempre compleja, pero que en el tramo mencionado y por un período acotado se justifica entregar facilidades de liquidez adicionales que contribuyan a ajustar las tasas del mercado monetario, especialmente, porque todas las estimaciones y expectativas sugieren tasas bajas por varios meses.

En relación con el cuánto y cómo, el Consejero señor Claro expresa estar de acuerdo con las medidas que se plantean, en orden a ofrecer repos a 90 y 180 días a la Tasa de Política Monetaria y, al mismo tiempo, conceder facilidades para el manejo de la liquidez por parte de la Gerencia de División Operaciones Financieras. En su opinión, la extensión del período de existencia de estos repos depende de dos elementos: en primer término, de la estimación del Consejo acerca de la trayectoria de tasas a corto plazo consistente con la meta de inflación y, en segundo lugar, también del grado de incertidumbre acerca de la proyección de inflación. Considera, que en este momento se justifica una acción decidida sobre las tasas a más de un día, pero no valida una intervención a plazos largos dada la incertidumbre mencionada. Indica, que el esquema tradicional de política deja esas tasas a la determinación del mercado, exactamente por las naturales dudas sobre las perspectivas macro. A su juicio, la duración de este esquema debe ser tan larga como se estime necesaria y su éxito radica en el compromiso implícito adquirido por el Banco, pero debe retomarse el esquema tradicional cuando decante la incertidumbre acerca de la actividad, los precios de los activos financieros y la inflación proyectada.

Respecto del nivel mínimo de la tasas, el Consejero señor Sebastián Claro señala que los argumentos entregados por la Gerencia de División Política Financiera sugieren que existen riesgos acotados en una tasa de 50 pb, en especial, porque históricamente y así por lo demás lo confirma la evidencia internacional, los *spreads prime-swap* se ubican en niveles cercanos a los 50 pb, lo que permitiría un ajuste razonable en el mercado monetario. Al respecto, agrega que si bien tiene algunas dudas sobre la mantención de este *spread* en un contexto donde se ofrece un repo a plazos largos con depósitos a plazo como colateral, el mercado ya tiene internalizada una baja como esta, por lo que no debiese ser un problema. Asimismo, menciona que existen mecanismos para evitar una compresión excesiva en el *spread prime-swap*, en caso que ello se transforme en un problema.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por bajar la TPM a 50 pb y por implementar repos a 90 y 180 días. Respecto de estos últimos, estima que el comunicado debiera señalar que estas facilidades permanecerán todo el tiempo que se considere necesario y que su mantención será evaluada mensualmente por el Consejo. También, cree importante comunicar una pausa en la política monetaria a la espera de evaluar su impacto, dados los naturales rezagos e incertidumbres con que opera.

El Consejero señor Enrique Marshall comienza su intervención, agradeciendo, como de costumbre, al *staff* por el apoyo brindado.

El señor Enrique Marshall, en primer término, se refiere a los signos mixtos que han tenido las noticias del último mes. Indica, que el escenario externo, no obstante su debilidad y sus altos riesgos, ha seguido entregando señales positivas, ya que los mercados financieros continúan funcionando con mayor normalidad; las expectativas de los agentes económicos



muestran mejoras; las cifras de producción industrial son bastante alentadoras; y, se reafirman las perspectivas de crecimiento para el próximo año.

Sin embargo, señala que se ha moderado, el entusiasmo que se generó en meses recién pasados y que ello ha tenido efectos en los mercados accionarios y en los precios de las materias primas.

En el frente interno, plantea que la economía se ha mostrado bastante más débil de lo previsto con antelación y que el sistema financiero, aun cuando sigue exhibiendo fortalezas, mantiene una percepción de riesgo alto y generalizado. Por ello, afirma que la oferta de crédito se mantiene selectiva o restrictiva, mientras que la demanda se ve bastante contenida.

El Consejero señor Enrique Marshall hace presente que el traspaso de la rebaja de la TPM se ha producido en medida importante, pero que las tasas que se ofrecen a los clientes continúan siendo altas y, por tanto, no están ejerciendo todo el estímulo requerido en estas circunstancias. Al respecto, agrega que las tasas del mercado monetario han bajado, pero siguen mostrando diferencias de nivel respecto de la TPM superiores a las habituales, y que las tasas largas han experimentado ajustes más bien acotados.

En cuanto a las cifras de actividad del último mes, el Consejero señor Enrique Marshall menciona que estas estuvieron por debajo de lo previsto, con lo cual se ha reafirmado la visión de un segundo trimestre bastante débil y de un cuadro con brechas más amplias que las proyectadas con antelación, lo que implica algún grado de alejamiento respecto del escenario descrito en el último *IPoM*.

Prosigue, señalando que las perspectivas de una recuperación en el segundo semestre siguen suficientemente sustentadas y que las políticas fiscal y monetaria están haciendo su trabajo. Añade, que aun cuando las expectativas de empresas y hogares han tendido a mejorar y que ello debería ejercer un impacto sobre la demanda, han aumentado los riesgos de una trayectoria por debajo de lo anticipado.

El tipo de cambio, expresa, si bien ha tenido fluctuaciones en lo más reciente, parece afectado por fuerzas más bien apreciativas. Indica, que ello significa que no está contribuyendo al ajuste de la economía, como lo hizo en circunstancias similares en el pasado, y que su evolución ha tendido a aumentar el riesgo de que la inflación permanezca en niveles muy bajos.

En relación con el mercado laboral, el Consejero señor Enrique Marshall plantea que este está reflejando la evolución de la actividad real con los rezagos habituales y que consistente con ello, las remuneraciones muestran tasas de variación acotadas y decrecientes. Sostiene, que sin embargo el ajuste de las remuneraciones, propio de esta fase del ciclo, se está materializando con lentitud por el bajo nivel de la inflación y que ello se tornará más complejo si se llega a enfrentar registros anuales negativos en el segundo semestre. Advierte, que el aumento del desempleo conlleva riesgos para el escenario macro, que deben ser seguidos con atención, como es el caso de la recuperación del consumo que se encuentre por debajo de lo esperado y el impacto sobre la cartera de los bancos y sus políticas de otorgamiento de crédito, especialmente en el segmento de los hogares.



El Consejero señor Enrique Marshall menciona que la inflación anual ha seguido cayendo, situándose, tal como se había previsto, en el rango de tolerancia de la meta solo por un mes, lo que indica que permanecerá en niveles bastante bajos en los próximos meses. Sobre la trayectoria de la inflación, hace presente que más allá del corto plazo existe bastante incertidumbre y visiones un tanto distintas, y que, con todo, ha aumentado el riesgo de que la inflación se quede bajo ese rango durante un tiempo prolongado. Enfatiza, que este es, en su opinión, uno de los principales riesgos.

Prosiguiendo con su exposición, señala que la TPM se ubica ya en un nivel próximo a su límite inferior y que, sin embargo, el cuadro macro descrito, sobre todo por los riesgos asociados, requiere que la política monetaria despliegue todos los esfuerzos posibles.

En este contexto, en su opinión, una acción recomendable es llevar la TPM al límite inferior compatible con el buen manejo de la política monetaria y el normal funcionamiento de los mercados de corto plazo. Agrega, que si bien no es posible precisar la exacta ubicación de dicho límite, este parece estar más cerca de 0,5% que de 0,75% anual, lo que abre la posibilidad de reducir la TPM en 25 puntos base, en línea con lo esperado por el mercado. Para imprimirle mayor fuerza, estima que esta decisión debería ir acompañada de un mensaje en el sentido que la TPM ha llegado a su nivel más bajo posible y que permanecerá allí por un tiempo prolongado.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa coincidir con la Minuta de Opciones, en el sentido de que se deberían considerar acciones complementarias que refuercen los efectos monetarios perseguidos. En ese sentido, manifiesta que el abanico de opciones parece bastante amplio y que, en principio, no descartaría ninguna de ellas, pero que, sin embargo, dadas las presentes circunstancias, su preferencia es por adoptar acciones orientadas a afectar las tasas de interés libres de riesgo en el tramo más corto de la curva. En esa perspectiva, le parece muy adecuada la propuesta de abrir una facilidad de financiamiento a plazo para los bancos, mediante la modalidad de repos, que contribuya a fijar un nivel de tasa similar o próxima a la TPM para todo el período comprendido. Asimismo, le parece razonable un plazo de hasta 180 días, pero no descartaría extenderlo si fuese necesario. Agrega, que si se asegura la vigencia de esta facilidad por un cierto período, ello por sí solo extiende sus efectos en el tiempo, además de considerar que una acción de este tipo generaría certidumbre sobre la trayectoria de la TPM y contribuiría a disipar los riesgos de liquidez y financiamiento que pueden estar afectando a las tasas de interés del mercado monetario y, en particular, a las tasas de captación de los bancos.

El Consejero señor Enrique Marshall hace presente que como esta facilidad operaría mediante repos, resulta importante prestar debida atención a la lista de instrumentos que se definan como elegibles, teniendo en cuenta consideraciones tanto de calidad o riesgo como de disponibilidad por parte de los bancos. Reconoce que con ello la política monetaria entra en un terreno complejo, respecto del cual el conocimiento y la experiencia no son abundantes, pero que el cuadro macro actual justifica plenamente asumir los desafíos y riesgos que todo esto conlleva.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall vota por bajar la TPM en 25 puntos base, para dejarla en 0,50% anual, y junto con ello manifiesta su aprobación a la idea de comunicar la permanencia de la TPM en dicho nivel por tiempo prolongado y a la propuesta de una facilidad de liquidez a plazo en los términos expresados y con los ajustes normativos propuestos por la Gerencia de División de Operaciones Financieras.



A continuación, el Consejero señor Manuel Marfán agradece, en primer lugar, el análisis del *staff* y, especialmente, la información que se proporcionó acerca de los inventarios, de la relación entre la variación de estos y la producción industrial, como también, de la actualización de la estimación del crecimiento del PIB para el segundo trimestre de este año y la proyección para el tercero. Además, señala que hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la anterior Reunión de Política Monetaria, contenido en el párrafo dos de la Minuta de Opciones.

Respecto de los antecedentes referidos, el Consejero señor Manuel Marfán formula los siguientes comentarios: en primer lugar, que las caídas en la demanda interna asociadas a reducción de inventarios son de corto plazo, y que lo normal y natural al respecto es que se produzca un rebote en las ventas, lo que no necesariamente debe interpretarse como el inicio de una reactivación duradera. A su juicio, eso es lo que, en gran parte, se aprecia en el reciente repunte de los datos mensuales de comercio mundial y de actividad industrial de las principales economías, especialmente de Asia. Agrega, que en el plano nacional, en tanto, la fuerza y efectos de la caída de inventarios aún se mantienen.

En segundo lugar, el Consejero señor Marfán menciona que las nuevas estimaciones de producción de corto plazo y de la actividad permiten concluir que el crecimiento de este año se ubicará por debajo del rango señalado en el último *IPoM*, por lo que el escenario central que allí se definió quedó atrás. Es por ello, que estima debieran ser revisadas también las proyecciones de los analistas para el año 2009, contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas. Al respecto, añade que aunque no se cuenta con una nueva proyección completa para el horizonte de política, ese menor crecimiento para el año 2009 apunta a menores fuerzas inflacionarias en adelante.

Como tercer comentario, el Consejero señor Manuel Marfán indica que las tasas de interés promedio del sistema han continuado reflejando el mayor estímulo monetario, y que en momentos de mayor incertidumbre, como el actual, también es importante conocer la dispersión de las tasas de interés, pues algunos agentes relevantes pueden enfrentar tasas más elevadas y condiciones más restrictivas en el mercado crediticio. Si esto fuera así, la potencia del estímulo monetario sería menor.

En cuarto lugar, el Consejero señor Manuel Marfán se refiere a las paridades mundiales, destacando que estas siguen reflejando fuertes desalineamientos. En su opinión, el dólar de los Estados Unidos debiera decrecer significativamente a escala mundial, lo que está lejos de ocurrir, y que la moneda china debiera apreciarse fuertemente, lo que también está lejos de ocurrir. Los desequilibrios globales, por lo tanto, siguen latentes, lo que mantiene el riesgo de un empeoramiento de la economía mundial. En lo referente al peso, menciona que se ha apreciado respecto del dólar, llegando a niveles cercanos al mínimo de un rango que se considera consistente con los fundamentos de largo plazo de la economía chilena, pero que, con todo, es complejo analizar el nivel de equilibrio del peso cuando la moneda de referencia se encuentra desequilibrada.

Para finalizar con los comentarios respecto de los antecedentes, el Consejero señor Manuel Marfán recuerda que en reuniones de trabajo anteriores el Consejo recibió información que apunta a que la tasa de política monetaria mínima técnicamente, esto es, la que no provoca turbulencias en los depósitos bancarios, es del orden de 0,5% anual, lo que ubica ese nivel dentro de las posibilidades para la decisión de la reunión en curso.



El Consejero señor Manuel Marfán prosigue con su análisis, señalando que el dilema de política monetaria que se enfrenta es singular y que para llevar la inflación a 3% en el horizonte de política se requiere un estímulo monetario significativamente superior al actual. En su opinión, en condiciones normales la decisión debiera ser reducir fuertemente la tasa de política monetaria e incluir un claro sesgo a la baja en el Comunicado, pero que técnicamente no se puede actuar de esa manera en la actual coyuntura, ya que la TPM está a solo 25 puntos base del mínimo técnico o de seguridad, y ese es el máximo avance que se puede dar en la presente oportunidad. Agrega, que si así fuera, como es su voto al respecto, resulta arriesgado y por lo tanto, inconveniente incluir un sesgo a la baja que no debería haber, y que una alternativa es dar cuenta que la política monetaria seguirá siendo fuertemente expansiva durante un periodo largo.

El Consejero señor Manuel Marfán hace mención a la última Encuesta de Expectativas Económicas, la que muestra que la opinión de los analistas es que la Tasa de Política Monetaria debiera reducirse a 50 puntos base en esta ocasión y mantenerse en ese nivel por lo menos hasta fin de año, conclusión que también se infiere de la encuesta a los operadores de mesas de dinero que informó la Gerencia de División Operaciones Financieras.

Continúa, expresando que los precios de los activos muestran, sin embargo, una curva *forward* para la tasa de política monetaria más elevada que lo señalado y que lo conveniente. A su juicio, es probable que ello refleje más bien primas de riesgo frente a escenarios alternativos, ya que cuando la citada tasa se encuentra en su nivel mínimo la dispersión se produce en un solo sentido. Agrega, que se trata, como ya lo había indicado, de un conjunto de elementos que describen una situación singular, y es por ello que estima acertada la recomendación de la Gerencia de División Estudios de incursionar en políticas no convencionales, como lo están haciendo los principales bancos centrales del mundo y, en particular, de intervenir en el mercado, eligiendo algún punto de la *forward* para aplanarla al nivel de la TPM que se decida en la presente Reunión, tal como ha sido propuesto.

Acerca de las decisiones que corresponde adoptar al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán señala que su voto es el siguiente: en primer término, reducir la tasa de política monetaria a su nivel mínimo de 50 puntos base; en segundo lugar, intervenir el mercado financiero de manera explícita, en un horizonte de hasta 180 días, ya que se trata de un periodo para el que tanto la Encuesta de Expectativas Económicas y la de los operadores de mesas de dinero reflejan que la tasa debiera mantenerse en 50 puntos base, habida consideración también de que el efecto buscado es el de que los precios financieros reflejen las expectativas de los agentes mejor informados. Como tercera medida, propone que los instrumentos a utilizar sean los dos que contempla la Minuta de Opciones, es decir, otorgar una facilidad de liquidez y efectuar operaciones de mercado abierto con PDBC a iguales plazo y tasa de interés, agregando, al respecto, que las medidas financieras complementarias que señalara el Gerente de División Operaciones Financieras también forman parte integrante de su voto. A su juicio, los detalles técnicos menores debieran ser delegados al Presidente del Banco. Como cuarto elemento de su voto, el Consejero señor Manuel Marfán se inclina porque el Comunicado sea claro y explicativo respecto de la decisión que se adopte en la Reunión, especificando, que para ello es necesario que esa comunicación explique y fundamente técnicamente el ingrediente macro de la política no convencional que se adopte, en caso que ella sea la que resulte de la votación mayoritaria. En su opinión, sería altamente inconveniente postergar para el día siguiente una explicación clara al respecto, sin perjuicio de que se realice una eventual conferencia de prensa en la mañana siguiente para aportar más detalles y aclarar eventuales dudas. Para finalizar, sugiere que dado que la práctica del Consejo es hacer Comunicados de



política breves, quizás debiera redactarse un segundo Comunicado para ser dado a conocer una vez finalizada esta Reunión.

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, señala que en los últimos 30 días se han producido importantes desarrollos para la conducción de la política monetaria, tanto internos como externos, que han reducido las presiones inflacionarias que enfrenta la economía chilena.

En el plano externo, indica que si bien mejoran las perspectivas de crecimiento para el año 2010, se ha moderado el tono de optimismo que envolvió a los mercados en los últimos meses y que, como resultado de ello, los mercados accionarios han experimentado correcciones a la baja, en tanto, que los premios soberanos y corporativos han experimentado correcciones al alza. También, comenta que los precios de los *commodities* han revertido parte del aumento que observaron desde comienzos de año.

En suma, el Consejero señor Jorge Desormeaux manifiesta que, si bien han mejorado las perspectivas de la economía mundial para el año 2010, la evidencia sugiere que esta recuperación será lenta, debido a las vulnerabilidades que arrastra el sistema financiero del mundo desarrollado, a la necesidad de los hogares de reducir sus niveles de endeudamiento y también a las exigencias de consolidación fiscal que deberán enfrentar los respectivos gobiernos.

En el plano interno, el señor Vicepresidente menciona que la actividad ha demostrado tasas de crecimiento por debajo de lo previsto en el escenario base del *Informe de Política Monetaria* de mayo, y hace presente que, de acuerdo con estimaciones de la Gerencia de División Estudios, las perspectivas de crecimiento para el segundo y tercer trimestre de este año se han reducido en torno a un punto porcentual, siendo una significativa desacumulación de existencias la principal explicación de este resultado. Indica, en tanto, que los componentes más permanentes de la demanda agregada, el consumo y la inversión en capital fijo, dan muestras de estabilidad e insinúan un quiebre de tendencia, lo que se observa en una serie de indicadores parciales, como las ventas minoristas, las ventas de automóviles nuevos, los despachos de cemento y las importaciones. Indica, que en cuanto al mercado laboral, este muestra una moderación de la caída en la ocupación en el margen.

Prosiguiendo con su exposición, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que, si bien la inflación de junio estuvo en torno a lo previsto por la Gerencia de División de Estudios en la RPM de junio, las perspectivas de la inflación futura han experimentado una importante corrección, debido a las mayores holguras de capacidad que se han generado, así como la apreciación reciente del tipo de cambio. En opinión del señor Vicepresidente, de ello se desprende que la estrategia de política monetaria elaborada en el *Informe de Política Monetaria* de mayo no garantiza actualmente la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte habitual de 24 meses, y que la consecuencia obvia de ese diagnóstico es que se requiere un mayor impulso monetario para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

Sin embargo, señala que el margen de maniobra con el instrumento habitual de política monetaria, esto es, la tasa de política monetaria está acotado, porque niveles de la tasa de política monetaria inferiores a 50 puntos base podrían arriesgar desplazamientos bruscos de recursos desde los fondos mutuos monetarios hacia la banca, amortiguando el potencial beneficio expansivo de una rebaja adicional de la tasa de política monetaria. No obstante, agrega que un recorte de 25 puntos base en la tasa de política monetaria no es suficiente para



garantizar la convergencia de la inflación, dado que la curva de retorno, que refleja las expectativas del mercado, contempla aumentos de 200 a 300 puntos base en la tasa de política monetaria en el curso del año 2010. Precisa, que en contraste con ello, las estimaciones de la Gerencia de División Estudios sugieren que se requiere de un período superior a un año con tasas en torno a 50 puntos base para garantizar dicha convergencia.

Como consecuencia de lo expuesto, menciona que una alternativa que considera la Minuta de Opciones es la de reforzar el mensaje comunicacional acerca de la voluntad de la Institución de mantener el estímulo monetario por un período prolongado, pero que la eficacia de esta opción es probablemente limitada.

En su opinión, la alternativa que parece más coherente con la necesidad de aumentar el impulso monetario parece ser, entonces, la de procurar validar la estrategia de política monetaria directamente en el mercado, a través de una estrategia no convencional que procure mantener la tasa de política monetaria en torno a 0,5% anual por un período prolongado. Para ello, indica que se pueden considerar dos tipos de opciones, que no son necesariamente excluyentes: la primera, consistente en crear una facilidad de liquidez a plazos superiores a un día, a una tasa similar a la tasa de política monetaria, con la garantía de un colateral; y la segunda, realizar operaciones de mercado abierto con pagarés descontables en pesos, de manera de alinear el rendimiento de estos instrumentos con la tasa objetivo.

El señor Vicepresidente plantea que el primer tipo de mecanismo tiene la ventaja de que entrega una señal más precisa sobre el nivel futuro de la tasa de política monetaria, reduciendo, por tanto, las primas por riesgo y el nivel de las tasas de captación, haciendo presente que el plazo de esta facilidad también es importante, ya que, en general, a plazos superiores existe un mayor efecto, pero también un incremento del riesgo de arbitraje en contra del Banco Central.

En razón de ello, estima que acompañar la reducción de la tasa de política monetaria en 25 puntos base con el anuncio de la creación de líneas de liquidez a 90 y 180 días con garantías a favor del Banco, permitiría validar en el mercado la decisión del Banco Central de mantener la TPM en un nivel mínimo por un período prolongado. Agrega, que esta medida puede ser reforzada mediante operaciones de mercado abierto con Pagarés Descontables del Banco Central, lo que permitiría alinear las tasas de dichos instrumentos con el nivel actual de la tasa de política monetaria.

Por las razones expuestas, el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, vota por una rebaja de la tasa de política monetaria de 25 puntos base, hasta 50 puntos base anual, tasa que debería ser entendida como un nivel mínimo, y que en el comunicado de la Reunión se haga mención a la estrategia complementaria de proveer una facilidad de liquidez y las adecuaciones propuestas al plan de deuda del Banco, a fin de validar dicha tasa para plazos superiores a un día.

El Presidente, señor José De Gregorio, señala que las noticias más recientes reafirman un escenario con riesgos de menor inflación y crecimiento que el escenario base del último *Informe de Política Monetaria*, y que las proyecciones más recientes de actividad del sector privado, así como la extrapolación de los datos conocidos hasta abril y las tendencias generales de mayo, apuntarían a que en el segundo trimestre, el crecimiento de la economía estaría más cerca de las proyecciones más pesimistas de algunos meses atrás.



Continúa expresando, que las noticias inflacionarias han dado cuenta de que la inflación está bien contenida, con un riesgo a que se demore más que lo deseado en volver al centro del rango meta. Agrega, que el último registro de IPC, si bien tuvo una leve desviación con respecto de lo esperado por el mercado, sigue contenido y que las novedades han surgido básicamente por los precios de los combustibles. Los registros de inflación subyacente, por su parte, en especial el IPCX1, que exhibe una variación mensual negativa, refuerzan la percepción de que el riesgo mayor que se enfrenta es de una inflación muy baja y, en consecuencia, de brechas de capacidad más elevadas que las coherentes con la convergencia de la inflación a su meta.

Indica, que lo expuesto se ve confirmado por las presiones de costos. Al respecto, menciona que los salarios siguen evolucionando de manera coherente con inflaciones bajas, aunque sus registros reales en doce meses tienen volatilidades acordes con las de la inflación; y que la apreciación del peso, superior a los valores usados para construir el escenario base, aunque todavía dentro de rangos coherentes con sus fundamentos de largo plazo en términos reales, reduce aún más las presiones inflacionarias.

El Presidente señor José De Gregorio señala que los cambios son menores desde el punto de vista externo, con proyecciones de crecimiento que han detenido sus revisiones a la baja, aunque los precios de activos darían cuenta de que la incertidumbre aún permanece, y que, tal como se señala en la Minuta de Opciones, la moderación del optimismo estaría afectando a la baja los precios de las materias primas. En el ámbito interno, los recientes indicadores de confianza de consumidores y empresas estarían dando sustento a la previsión de que en los próximos meses se debiera estar observando un repunte de la actividad.

Señala el Presidente señor José De Gregorio que, actualmente, el mayor desafío de la política monetaria es evitar que la inflación permanezca por debajo de la meta más allá del horizonte de política, por lo que la prescripción para un fenómeno de esta naturaleza es aumentar el impulso monetario. No obstante, indica que el impulso que se podría dar a través de una rebaja de tasas es limitado, en razón de que ésta se encuentra cerca de lo que sería su límite inferior, el cual, a su juicio, y de acuerdo con los antecedentes discutidos en las últimas semanas, sería del orden de 0,5% anual. Por lo tanto, manifiesta que su decisión es la de reducir la tasa de política monetaria a 0,5% anual e indicar que este es el mínimo nivel al que llegará en este ciclo.

En su opinión, la tasa en su nivel mínimo no garantiza que la expansividad de la política monetaria sea de la magnitud necesaria para asegurar el cumplimiento de la meta. Sostiene, que la Tasa de Política Monetaria llegue a su nivel mínimo, no significa que la política monetaria no pueda hacer más, sino que hay que considerar instrumentos que van más allá de la tasa de interés de política monetaria. En tal sentido, agrega que un instrumento que ya ha usado el Banco y que debiera seguir utilizándose es el anuncio que la tasa de interés permanecerá en este nivel por un tiempo prolongado, aún cuando reconoce que su efectividad es limitada, por cuanto no constituye, en su opinión, un compromiso suficiente. Por lo tanto, indica que lo natural es tratar de ajustar la estructura de tasas de interés a niveles más expansivos por medio de operaciones directas en los mercados.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que son varias las medidas que se pueden adoptar con este objeto, pero que la más razonable es la de reforzar el impulso desde la parte más corta de la curva de rendimiento. En su opinión, ello es más efectivo en las circunstancias actuales, pues corresponde a un complemento coherente con la mantención de



bajas tasas por un período prolongado. Por estas consideraciones, le parece adecuada la propuesta de ofrecer repos hasta 6 meses a la Tasa de Política Monetaria, operar con PDBC para poder lograr este objetivo y que el Banco deje de emitir deuda en los plazos más cortos. Agrega, que estas medidas debieran tener un efecto directo en las tasas del mercado monetario y, a través de ello, en las tasas del sistema bancario, y, por lo tanto, permitirían aumentar el impulso de la política monetaria de manera importante.

En consecuencia, concluye que considerando lo expuesto y las votaciones anteriores, el Consejo resolvería rebajar la tasa a 50 puntos base; que habría acuerdo por emitir y crear una facilidad de liquidez por hasta seis meses, la que habría que ajustar por la vía de operaciones que se efectuarán por parte de la Gerencia de División Operaciones Financieras; y que se suprimiría la emisión de los BCP-2 y de PDBC a 360 días durante el año 2009.

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

141-01-090709 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 0.50% 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 25 puntos base hasta 0,50% anual y adoptar medidas complementarias de política monetaria.

En el ámbito externo, los datos recientes muestran que las perspectivas de crecimiento global para este año se han estabilizado. Sin embargo, los indicadores financieros dan cuenta de una mayor incertidumbre respecto de la robustez de la recuperación global. Los precios de los productos básicos, en particular del cobre y del petróleo, se han reducido.

En el plano interno, la información disponible para el segundo trimestre de este año es coherente con un menor nivel de actividad y demanda que el previsto en el último *Informe de Política Monetaria*. El desempleo ha aumentado. Las condiciones crediticias se mantienen estrechas.

En junio, el conjunto de indicadores de inflación mostró reducidas presiones inflacionarias subyacentes. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos, mientras que el tipo de cambio real se ha reducido desde la última reunión. Se prevén registros de inflación anual reducidos en los próximos trimestres, menores que los anticipados en el último *Informe*. Las expectativas de inflación de mediano plazo se han reducido marginalmente.

Con la decisión de hoy, la TPM se ha llevado a su nivel mínimo. El Consejo estima que para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política en un contexto de mayores holguras de capacidad previstas y reducidas presiones de costos importados, es necesario aumentar el estímulo monetario. Por ello, la TPM se mantendrá en este nivel mínimo por un período de tiempo prolongado.



Para reforzar esta decisión y alinear los precios de activos financieros con la trayectoria de política monetaria, el Consejo ha determinado implementar las siguientes medidas complementarias de política monetaria:

- Establecer una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para las empresas bancarias, mediante la cual otorgará liquidez a 90 y 180 días al nivel de la TPM vigente.
- Ajustar el plan de emisiones de Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) a plazos menores de un año de manera coherente con la decisión anterior.
- Suspender, por todo lo que resta del 2009, la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año, correspondientes a Bonos Nominales del Banco Central a 2 años (BCP-2) y Pagarés Descontables del Banco Central a 1 año (PDBC-360).

El Consejo reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18:00 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe