



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 142 celebrada el 13 de agosto de 2009

---

En Santiago de Chile, a 13 de agosto 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 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 Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
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 la  
Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 142, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de febrero de 2010 para el día 11 de dicho mes.

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

El Gerente de Análisis Internacional indica, en primer término, que la caída de la actividad ha continuado moderándose en los países desarrollados y se ha recuperado en las economías emergentes, destacando la evolución positiva que muestran China y República de Corea, principalmente, así como también algunas otras economías.



El señor Lehmann informa que las exportaciones también dan cuenta de una trayectoria de recuperación, la que es algo tenue en las economías desarrolladas y algo más marcada en algunas economías emergentes, como es el caso de Brasil, China, Corea y Asia, en general.

En cuanto a los inventarios, el Gerente destaca que un elemento que ha caracterizado el ciclo económico actual durante los últimos trimestres es la alta sincronía en la desacumulación de los mismos. En Chile, ejemplifica, la caída de los inventarios sobre el PIB es de 3%, patrón que se repite en varios países, en tanto que los mayores descensos se registran en algunas economías de Asia, como es el caso muy excepcional de China, que exhibe una reducción de casi 13%, Malasia, una de 12,9%, y Corea, una caída en torno a 5%. La situación de Brasil, en cambio, es bastante similar a la chilena.

El señor Sergio Lehmann hace presente que las confianzas también han continuado recuperándose. Menciona algunos casos en los que hay evidencias de una situación de expansión desde el punto de vista empresarial, particularmente en China, mientras que en la mayoría de las economías todavía no se alcanza aún dicho nivel, esperándose que ello acontezca en los próximos meses. En cuanto a la confianza de los consumidores, el Gerente también reporta recuperaciones relativamente generalizadas, aunque tal vez un poco más heterogéneas desde el punto de vista del consumidor en relación con las empresas. Subraya el caso de Corea, que está sobre el pivote 50, cuya economía está especialmente frente a una situación más positiva desde la perspectiva de los consumidores.

El Gerente de Análisis Internacional plantea que los indicadores de empleo han continuado dando cifras negativas, aunque han tendido a atenuarse en los últimos meses, mencionando que en un conjunto de economías, que incluye la china, se observa efectivamente que hay una mayoritaria destrucción del empleo. Recalca el caso de Estados Unidos, donde las solicitudes de subsidios de desempleo, que venían cayendo a una tasa bastante moderada, tendieron a acelerarse en las últimas semanas, lo cual ha sido leído positivamente por los mercados financieros, los que, de hecho, han reaccionado muy significativamente a estas noticias. Luego, si bien la situación de empleo podría haber sido de alguna preocupación en algún momento, esta ha tomado una trayectoria, al menos por ahora, que no es muy distinta de la observada en otras recesiones en el pasado.

En materia de crecimiento mundial, el señor Sergio Lehmann indica que este registra nuevamente una revisión marginal al alza y que, de hecho, el mundo exhibe una décima menos de caída en relación a agosto, es decir, una caída de 1% a PPP. Informa que este dato fue conocido al comienzo de la jornada, así como también el PIB de la Zona Euro, que fue mucho mejor que lo que se anticipaba. Con esta nueva cifra, considerando solo el hecho matemático y suponiendo que en materia de crecimiento la trayectoria se mantiene igual en adelante, el -4,3% pasaría a ser -3,9%. El señor Lehmann agrega que también es posible que se revise la trayectoria futura, en la medida que haya un juicio de un ambiente más positivo, por lo que el próximo mes también se podrían tener cifras de crecimientos o de caídas menos negativas, particularmente para el 2009. Para el presente año destaca especialmente la revisión del caso de China, que sube de 7,7 a 8,3%, retornando al nivel sobre 8% que, en algún momento, se planteaba que era el nivel de crecimiento que permitía, de alguna manera, absorber adecuadamente las migraciones del campo a la ciudad.



El Ministro de Hacienda pregunta si la ponderación entre países latinoamericanos también es a PPP, a lo cual el señor Lehmann responde que para efectos de las agrupaciones también lo es a PPP. En el caso del año 2010, añade que las revisiones son bien marginales y bastante homogéneas en el grupo de países presentados

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, solicita al Gerente de Análisis Internacional que explique cómo se estimaron las cifras del año 2010 que está presentando, porque los bancos de inversión no solo hablan de cifras superiores a 3% para el 2010, sino que de un crecimiento de tendencia.

Al respecto, el señor Sergio Lehmann comenta que para el año 2010 hay una importante discrepancia entre los distintos bancos de inversión, es decir, que hay una desviación estándar en materia de proyección bastante elevada. Añade que, efectivamente, respecto de la media de dichos bancos, en especial en el caso de Estados Unidos, donde este fenómeno se focaliza tal vez de manera más importante, nuestras cifras están por debajo del promedio que ellos manejan, que hoy es de alrededor de 2%. Explica que lo que la Gerencia ha incorporado en el juicio para efectos de definir el crecimiento del año 2010, también incluye la información de crecimiento y el hecho de que el FMI, en particular, esté proyectando un 0,8% para Estados Unidos para el próximo año. Entonces, señala que la Gerencia ha tratado de moderar en algún grado lo que los bancos de inversión están planteando en materia de expansión para el año 2010.

El señor Desormeaux acota que hay que tomar debida nota de que en las últimas dos o tres semanas ha habido un cambio de sentimiento significativo, que no está considerado en el Informe del FMI, acotación que es confirmada por el señor Lehmann.

El Gerente de Análisis Internacional destaca que un elemento importante, que quizás está vinculado con la visión que se puede tener en términos de crecimiento en adelante, tiene que ver con lo que plantean algunas instituciones respecto del crecimiento del producto potencial. Menciona que en el caso de Estados Unidos, el *Congressional Budget Office (CBO)* ha efectuado una revisión para los años 2008, 2009 y 2010, planteando una caída de seis décimas en el 2010 versus el año 2008.

En el caso de la Zona Euro, añade, las estimaciones de la Comisión Europea, de la OCDE y del FMI dan cuenta de una caída del producto potencial de aproximadamente un punto producto de la crisis, señalando que los factores detrás del ajuste son el capital y la PTF en proporciones similares. Respecto de la PTF, detalla que los elementos que se han considerado para efectos de revisar el producto potencial a la baja están asociados a condiciones crediticias más estrechas a futuro, que llevarían a una asignación de recursos menos eficiente; retiros anticipados de personas del mercado laboral, si es que el desempleo se mantiene de manera particularmente prolongada, lo que, a su vez, también afecta los flujos de inmigración hacia las economías; y la reducción de la empleabilidad ante la pérdida de habilidades de la fuerza de trabajo.

El Ministro señor Velasco pregunta qué relación tienen los flujos del mercado laboral con la productividad, a lo cual el Presidente señor De Gregorio responde que, dado que la PTF es un residuo, el flujo de inmigración tiene que ver con la composición de la fuerza de trabajo, con el capital humano. Explica que si los inmigrantes tienen habilidades diferentes del promedio del trabajador, va a cambiar la PTF, pero si entra gente con menores habilidades, eso



debería afectar la PTF. El efecto debiera ser menor y al revés, acota el Ministro, y el señor Lehmann complementa que será necesario afinar el análisis.

Sobre ese mismo punto, el Consejero señor Claro consulta acerca del efecto que tiene en estas estimaciones el uso de un filtro estadístico estándar, sin agregar elementos de juicio como los antes presentados.

El Gerente de División de Estudios indica que desconoce cuál es la metodología de cálculo utilizada por la OCDE, pero que cree que lo hacen a través de un filtro estadístico estándar. La diferencia, agrega, es que el ejercicio no se remite al resultado del filtro sino que se complementa con una evaluación juiciosa de sus resultados, en particular de considerar si la caída que arroja en la PTF es coherente con los resultados que se obtienen de modelos con fundamentos económicos.

El Consejero señor Claro reitera que su duda es sobre cuál es la magnitud de la corrección juiciosa que se realiza sobre el resultado del filtro estadístico, por cuanto no tiene claro si corresponden a una magnitud significativa o no.

Al respecto, el señor Pablo García señala que no se dispone del detalle de la magnitud del ajuste que se hace sobre el resultado estadístico. No obstante, cree que dada la caída del producto en los últimos trimestres y el efecto que ello tiene al momento de aplicar el filtro estadístico, es posible que la caída de la PTF fuese bastante mayor. Agrega que, en todo caso, es difícil considerar que la PTF haya tenido un deterioro tan grande como el que podría observarse de solo aplicar el filtro y que, claramente, en ese caso hay un problema estadístico por la construcción de la metodología y el momento cíclico de la economía.

El Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación, señalando que la variación en 12 meses de los registros de inflación ha seguido cayendo en las principales economías mundiales y que las proyecciones de inflación, en particular para el año 2010, muestran, en el margen, una leve revisión al alza.

En materia de primas por liquidez, el Gerente de Análisis Internacional indica que, si bien hay pocas novedades al respecto, es preciso dar cuenta que estas han mantenido una trayectoria a la baja, aun cuando todavía están por encima de los niveles alcanzados antes de la crisis. Agrega que, probablemente, tomará muchos años para volver a dicho nivel, pero que las cifras reflejan que ha habido o han continuado las buenas noticias por ese lado.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere a un conjunto de curvas de rendimiento para varios países, destacando que en el caso de las economías desarrolladas se observan curvas con pendientes marcadamente positivas y que, en general, hacia el largo plazo, todos los países se sitúan alrededor de 3,5%, con algunas excepciones muy particulares, mientras que todas las economías exhiben tasas muy bajas de muy corto plazo. En el caso de las economías más emergentes, añade, estas muestran una situación bastante más heterogénea en este sentido. La curva de Chile presenta claramente tasas de corto plazo muy bajas y tasas de largo plazo no muy distintas de las que exhiben otras economías emergentes.

El Presidente afirma que la forma de la curva chilena es parecida o igual a la de los países desarrollados, y luego consulta si hay *technicality* en el quiebre de un año y por qué todas las curvas tienen un quiebre tan fuerte en un año. El Gerente de División de Estudios responde que ello obedece a que hay un cambio de la frecuencia del eje del gráfico, que



primero va mes a mes y luego año a año, a lo cual el señor Lehmann acota que es un tema visual.

El Consejero señor Sebastián Claro interviene para manifestar que ello solo es un detalle, porque no cambia mucho la historia de la pendiente. Afirmo que el gráfico es extraño, ya que las tasas a diez años en Chile hace tiempo que no están en 6,5%, sino que 100 puntos más abajo. El señor Pablo García reconoce que ello es extraño.

El Ministro consulta si esos rendimientos son de bonos del gobierno o si hay algún riesgo de premio privado, a lo cual el señor Lehmann responde que existen tasas de riesgo a distintos períodos.

En todo caso, el Gerente señor Lehmann hace presente que lo que se está observando es que las pendientes de las curvas han estado subiendo y que el aumento de las pendientes se marca especialmente cuando las políticas monetarias de las economías desarrolladas se tornan agresivas.

En materia de paridades, el señor Lehmann señala que el dólar ha vuelto a depreciarse durante el último mes. No obstante, indica que, utilizando medidas alternativas del tipo de cambio real, en que los precios externos están medidos por el IVUX, Chile, por ejemplo, aparece con un tipo de cambio real mucho más elevado producto de un precio del cobre excepcionalmente alto; sin embargo, excluyendo los *commodities*, la situación también vuelve a cambiar y el tipo de cambio real de Chile, en particular, no se ve muy distinto del de los otros países considerados en la muestra, esto es, Brasil, México, República de Corea y Taiwán.

Respecto de las bolsas, el Gerente de Análisis Internacional menciona que se observa que los mercados bursátiles han continuado con trayectorias de recuperación y con particular fuerza en las bolsas de América Latina y Europa emergente, al menos durante el último mes. Los premios soberanos, por su parte, han continuado cayendo de manera más o menos generalizada en las economías emergentes. En línea con ello, sostiene que, de acuerdo con información del BIS, se advierten aumentos de créditos externos a Asia emergente y también a América Latina, lo que está en línea también con los flujos netos de inversión de cartera hacia economías emergentes, cuyos promedios móviles de seis meses han continuado mostrándose positivos.

El señor Lehmann hace presente que durante el último mes se ha producido un alza generalizada en los precios de los *commodities*, que asciende a casi 20% en el caso de las agrupaciones de energía y a 25% en la de los metales. Destaca que en cuanto a la energía, se aprecia que el petróleo WTI aumenta casi 15% y la gasolina, 20%, mientras que respecto de los metales, subraya especialmente el aumento de 25% en el precio del cobre y de 70% en el del molibdeno del mes anterior. En cuanto a la evolución que ha tenido el precio del petróleo, informa que esta ha llevado a que los contratos futuros también se corrijan ligeramente al alza, situación que se repite con los precios futuros de la gasolina. En relación con el precio del cobre, el Gerente plantea que continúa la solidez de los fundamentos para este metal y que, en línea con los indicadores de confianza de las empresas usuarias de cobre que se está utilizando para efectos de entender la evolución del precio del cobre, este último ha continuado aumentando.

El señor Ministro de Hacienda consulta si estas empresas son las usuarias de cobre en Chile o fuera de Chile, a lo cual el Gerente de Análisis Internacional responde que cada uno de los países se pondera por el consumo de cobre correspondiente, y el Gerente de



División de Estudios complementa que se trata del indicador de confianza empresarial del país respectivo, ponderado por su importancia en el consumo global.

El Gerente de Análisis Internacional retoma la palabra para manifestar que los inventarios de cobre aumentaron fuertemente hasta el primer trimestre, pero que los últimos registros dan cuenta de una caída, medida como semanas de consumo de cobre calculadas sobre la base del promedio del consumo semanal en los tres meses previos, ajustadas estacionalmente.

Respecto de las proyecciones del precio del cobre, el señor Sergio Lehmann señala que, en función de lo que se ha observado recientemente y también en línea con lo que han estado haciendo los bancos de inversión, particularmente para el 2009, 2010 y 2011, se prevé un precio del cobre promedio para el año 2009 más alto que el que se registraba hace un mes atrás, lo mismo para el año 2010, y el 2011 relativamente estable del 2010. Explica que la trayectoria que está implícita en esta proyección, basada en un modelo que utiliza variables fundamentales de oferta y demanda, es la de un precio del cobre bastante estable. Asimismo, y en conjunto con lo señalado en materia de combustibles, manifiesta que ello lleva a revisar al alza los precios promedio para el año 2009, en comparación con los de julio, hasta 220 o 250 centavos de dólar la libra aproximadamente, mientras que el precio del petróleo, utilizando el promedio de los futuros, permanece relativamente estable para el 2009 y algo más elevado para el año 2010.

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 señor Gerente de Análisis Macroeconómico da inicio a su presentación, señalando que el dato de IMACEC de junio dio cuenta de una cierta recuperación en la actividad respecto del mes previo. Precisa que, conforme a datos de factores que todavía no son públicos, este alcanzó a 0,7%, en comparación con el 0,8% que se conoce públicamente, y agrega que las recuperaciones se observan en casi todos los sectores, siendo esta más tenue en el caso de la industria, algo mayor en el sector comercio y más intensa en los sectores ligados a la construcción y no transables.

En relación con el consumo, el señor Claudio Soto hace presente que las perspectivas de los consumidores han seguido mejorando, especialmente la percepción sobre la situación futura. Asimismo, da cuenta de que el indicador coincidente, que mide el consumo directamente, se ve más plano que en los meses previos y que aún no hay evidencia de un claro rebote y que, de hecho, durante la mañana se recibieron los datos de venta de automóviles de ANAC, que si bien son relativamente positivos, no muestran una mejora respecto del mes previo en términos desestacionalizados.

El señor Ministro de Hacienda solicita al señor Claudio Soto que le recuerde qué significa exactamente el indicador coincidente. El señor Soto señala que es aquel que se construye con indicadores de ventas industriales y de producción industrial para la parte de consumo de servicios, que trata de replicar el comportamiento de las series trimestrales de consumo. Añade que los datos son mensuales y que se construyen con indicadores mensuales, precisando que el último corresponde a junio.



Al continuar con la exposición sobre consumo, el Gerente de Análisis Macroeconómico indica que, respecto de julio, el dato que más sobresale es el de importaciones, haciendo el alcance que ello obedece a una circunstancia bastante puntual, cual fue una importación de magnitud relevante de turbinas para generación eléctrica.

En cuanto a las perspectivas para los inventarios, medidas por el IMCE, el señor Gerente menciona que, si bien estas han seguido retrocediendo, todavía están en niveles altos, recordando, en todo caso, que la media histórica siempre ha estado sobre los 50 puntos. Plantea que es por ello que no se debería esperar que el IMCE llegue a 50 puntos para pensar que la situación se ha normalizado, sino que el hecho que supere ese nivel significa recién una señal de cierta normalidad.

Luego, el señor Soto manifiesta que el catastro de inversión en construcción e ingeniería de junio se corrigió marginalmente a la baja para los años 2009 y 2010, corrección que es bastante menor que la de catastros anteriores, mientras que para 2011 aparecen proyectos nuevos o hay una postergación de proyectos hasta entonces.

El Presidente señor De Gregorio expresa que siempre tiene dudas respecto de ese indicador, porque una vez que se ha declarado la intención de llevar a cabo proyectos para un determinado año, lo que es el catastro casi por definición, hay algunos que se empiezan a cancelar a medida que transcurre el tiempo, por lo que resulta natural una declinación de los mismos en los años más cercanos. El Gerente de División de Estudios comenta que ese patrón está determinado históricamente y que, dado que lo normal es que se estén incorporando proyectos para el futuro, siempre está subiendo la perspectiva de proyectos hacia dos o tres años más. El Gerente de Análisis Macroeconómico, en tanto, acota que hay una correlación bastante alta entre el *stock* de proyectos a lo largo de cinco años y el ciclo.

Por otra parte, el señor Claudio Soto informa que las perspectivas de los empresarios en general muestran una cierta recuperación, destacando que no es solo el indicador del comercio el que exhibe una mayor recuperación, sino que es el único cuyo IMCE está sobre 50 puntos, esto es, que ya está en terreno positivo. Especial mención hace también del indicador de ventas de viviendas, el que ha mejorado de manera sostenida a lo largo del presente año, luego de la fuerte caída que experimentó a fines de 2008. Agrega que dicho repunte ha sido corroborado por la Cámara Chilena de la Construcción y Collect, y ha significado una caída importante en el número de meses necesarios para agotar los *stocks*, los que, de todas maneras, están por encima de los promedios de los últimos diez años.

A continuación, el Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere a una desagrupación entre viviendas de menos de 2.000 Unidades de Fomento y de más de 2.000 Unidades de Fomento, que incluyen casas y departamentos. Al respecto, señala que se observa que la caída en las ventas de fines de 2008 fue bastante generalizada, ya que no comprendió a un tipo de vivienda en particular.

Al proseguir con su exposición, el Gerente señor Claudio Soto informa que se está proyectando un IMACEC en torno a -3% para julio, cifra que es algo mayor que lo que proyectaría el modelo con energía. Este último, indica, proyectó un -5% para junio, mientras que el IMACEC fue de -4%. Dada esa diferencia, de alguna manera se está considerando el juicio que viene de la otra parte del análisis para hacer la proyección de dicho índice; no es lo que sale directamente del modelo de energía, aclara. Luego, hace presente que la corrección de la proyección del PIB del segundo trimestre arroja una estimación de hasta -4,4%, mientras que la



proyección para el tercer trimestre se está corrigiendo al alza, desde -2,1 hasta -1,7%. Informa que, en términos sectoriales, las correcciones más importantes en el tercer trimestre son en minería y en el sector resto y, dentro de este, fundamentalmente industria y comercio.

El Gerente de División Estadísticas, señor Ricardo Vicuña, interviene para aclarar que los datos expuestos no incluyen la corrección que se va a publicar el martes 18 de agosto, anticipando que el PIB del segundo trimestre cerró en -4,5% y que se revisó el del primero desde -2,1 a -2,3%, diferencia que se explica por ajustes en el sector construcción. Asimismo, ante una consulta del señor Ministro de Hacienda sobre cuál es el secuencial trimestre contra trimestre, de acuerdo con las cifras mencionadas, el señor Vicuña responde que es de -0,4% para el segundo trimestre y de -1,6% anualizado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación para referirse a las velocidades del PIB, la que fue de -7,9% en el cuarto trimestre de 2008, de -2,1% para el primero de este año, de -3,3% para el recién pasado, proyectándose un rebote a 6,9% para el tercero. Agrega que parte de este "serrucho" se explica por lo que ocurrió con el PIB resto y con la agricultura, cuyo muy buen desempeño en el primer trimestre elevó la base de comparación para el segundo. De hecho, afirma que si se considerara el PIB resto sin agricultura, la recuperación se vería algo más suave.

En cuanto a la variación de existencias a PIB, el señor Claudio Soto menciona que estas han seguido cayendo en el segundo trimestre y tienden a normalizarse en los próximos meses, pero no de manera instantánea, y que respecto de las proyecciones del PIB, la principal corrección respecto del último *IPoM* está dada por la caída del PIB en el segundo trimestre.

El Presidente De Gregorio pregunta en cuánto cerrará el cuarto trimestre, a lo cual el Gerente de División de Estudios responde que si se hace un ejercicio muy simple, que es mantener la velocidad registrada en junio para todos los meses del segundo semestre, que fue de 0,7%, la variación anual sería cercana a -1%, mientras que si se mantienen velocidades parecidas a las que se tenían en el *IPoM* de mayo, esta sería de -1,5%. Indica que ello es coherente con la discusión del último mes, cuando se tenían cifras más negativas que ese 0,7%, en que para llegar a un nivel de crecimiento en el año similar al del *IPoM*, tenían que registrarse expansiones anualizadas de entre 10 y 15%. Ahora, añade, como se cuenta con datos más alentadores, se necesitan cifras en torno a 8 ó 10%.

El señor Claudio Soto explica que hay factores que no son públicos, que se van corrigiendo por las correcciones de cuentas. De todas maneras, el 6,9% que se proyecta para el tercer trimestre es una velocidad alta, pero no tanto desde una perspectiva histórica. Menciona que se han registrado velocidades de esta magnitud en períodos de recuperación de una crisis, por lo que podría haber un rebote fuerte, pero se tiene cierta incertidumbre respecto de la velocidad del mismo en el tercer trimestre.

En relación con el mercado laboral, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que la tasa de desempleo llegó a 10,7%, pero que si se desestacionaliza la serie, la tasa es de 10,1%, algo superior al 10% del mes previo. Ello se explica fundamentalmente por una tasa de empleo que sigue cayendo a tasas de 1% anual y por una fuerza de trabajo que mantiene tasas de crecimiento bastante estables en los últimos meses. De todas maneras, se observa que el empleo ha dejado de caer en el margen, principalmente por un fuerte aumento en el empleo por cuenta propia.



Ante la solicitud del señor Ministro de Hacienda sobre mayores antecedentes de este último, el Gerente de División de Estudios indica que la dinámica del año 1999 fue similar, cuando se produjo un aumento en el empleo por cuenta propia al mismo tiempo que el asalariado estaba cayendo, a lo cual el señor Claudio Soto agrega que en 1998 se registró un alto nivel de servicios comunales, el que se repite ahora, conforme lo indica el último dato disponible. El señor Pablo García complementa que las cifras provienen de una encuesta a hogares, por lo que dependen mucho de la autoidentificación de las personas.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta si los trabajadores por cuenta propia son vendedores ambulantes o si pertenecen a otros sectores, a lo cual el señor Claudio Soto responde que los datos indican que un porcentaje importante corresponde al sector comercio, que lógicamente puede incluir a los vendedores ambulantes, pero que también pertenecen al sector agrícola e, incluso, al de la industria.

Respecto de los salarios en general, el señor Soto informa que se mantienen las tasas de variación estables mes a mes, las que son algo más bajas que si se las compara en términos históricos, y que los salarios reales han experimentado un significativo aumento, producto de las caídas en los niveles de precios que se están observando. El señor Gerente agrega que los resultados de un par de modelos de demanda por empleo arrojan que este es más sensible a la actividad que a los cambios en el precio relativo.

En cuanto al Índice de Precios al Consumidor, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico reporta nuevamente un dato negativo, que lo fue algo más que el predicho, con lo que la tasa de inflación llega a 0,3% en términos anuales. Menciona que las principales sorpresas respecto de la proyección, se registraron en equipamiento de viviendas y en vestuario, cuyos precios presentaron importantes caídas, mientras que la proyección fue compensada, en parte, por una tarifa eléctrica que experimentó un descenso de una magnitud inferior al esperado. Añade que con el dato de inflación de julio, se tiene que las velocidades de la inflación y de casi todos sus componentes están en terreno negativo.

El señor Claudio Soto continúa, señalando que la proyección contempla precios de la gasolina un poco más elevados que la semana anterior. De esta manera, su precio se aproximaría lentamente hacia los \$ 600 de aquí a fines de año y luego se estancaría.

Hace presente que, considerando todos los elementos disponibles para el análisis, se proyecta una inflación para agosto de 0%, con caídas en el IPC subyacente, ya que se estima que puede haber reducciones adicionales en los precios del equipamiento para la vivienda y también del vestuario, como consecuencia de un tema estacional. Dado lo anterior, la inflación en doce meses sería negativa el próximo mes y hasta diciembre y, según las proyecciones, diciembre cerraría con un -0,8%. En cuanto a la composición de la inflación, se advierte que los sectores resto no solo van contribuyendo cada vez menos a ella, sino que han comenzado a contribuir negativamente a la inflación en doce meses, mientras que los combustibles empiezan a hacerlo positivamente.

En relación con este tema, el señor Soto indica finalmente que los modelos alternativos proyectan, en general, inflaciones a diciembre en un rango de entre -1 y -2%, aclarando que estas cifras son similares a las proyecciones del mercado, que están en -1%.



Al proseguir con su exposición, el Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere ahora a los mercados financieros. Respecto de las tasas, menciona que la noticia más destacada del mes es la caída importante de la tasa de los bonos a dos años, tanto los reales como los nominales, lo que explica el empinamiento adicional de la curva.

Las tasas de colocaciones, por su parte, han seguido cayendo en el margen, aunque las correspondientes a las colocaciones de consumo a 90 y 360 días y a las letras de crédito, registran una leve alza. Agrega que la caída de estas tasas es significativa desde su *peak*, registrado durante la primera semana de diciembre del año pasado, cuya magnitud varía desde los casi 700 puntos base en el caso de la tasa de colocación de consumo a 90 y 360, hasta 1.400 puntos base en el caso de la de consumo de tres años y más.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que esa comparación es un poco tramposa, ya que los riesgos de fondeo y de refinanciamiento a los bancos, presentes en el período octubre-noviembre más que durante la primera semana de diciembre citada, han desaparecido, en buena medida gracias a las acciones del Banco Central y del Ministerio de Hacienda. Luego, señala que resulta normal que haya una caída respecto de ese *peak*, simplemente porque desapareció un riesgo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico manifiesta que las tasas de colocación de consumo y comerciales del BancoEstado han sido más bajas que las del sistema hasta lo más reciente, pero que los últimos datos indican que ellas han aumentado y se aproximan a las del resto del sistema. Sus tasas hipotecarias, en cambio, no solo son más altas que las del sistema, porque el segmento al cual el BancoEstado presta es más riesgoso, sino que las caídas que registran son mucho más pronunciadas.

Prosiguiendo con su presentación, el Gerente señor Claudio Soto menciona que los *spreads* entre las tasas de colocación y captación han aumentado y son comparables con otros episodios de *stress* financiero. Asimismo, indica que si bien estos siguen altos, han disminuido respecto del primer semestre del año pasado, que correspondió a la primera etapa de la crisis. Agrega que los *spreads* de las tasas a los diferentes plazos han subido y han tenido un comportamiento bastante volátil y que, a pesar de su volatilidad en el último tiempo, esta no ha sido muy distinta de la registrada en años anteriores.

En cuanto al diferencial entre las tasas mínimas y máximas, hace presente que hay una tendencia creciente en su dispersión, la que probablemente se explica por la penetración del crédito a sectores que son más riesgosos. Explica que la tendencia es más bien secular, la que puede haberse intensificado a fines del año pasado por el aumento de la percepción de riesgo, pero que ha tendido a retroceder en el margen.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan aclara que el señor Claudio Soto se está refiriendo al promedio de la dispersión por banco, ya que por cada uno de ellos se calcula la dispersión y el promedio. Añade que no se considera el hecho de que cierto banco haya entrado al mercado y sea más bancarizador, sino que se toma lo que ha estado haciendo cada uno de ellos.

El Asesor del Ministro de Hacienda, señor Igal Magendzo, refiriéndose a la afirmación de que la pendiente al alza es por la bancarización de los bancos más riesgosos, pregunta si ello significa que una caída implica una desbancarización. Al respecto, el Gerente de División de Estudios comenta que el problema radica en que este tipo de situaciones



siempre se pueden leer en una dirección o en otra, porque también se podría decir que la bancarización aumentó a fines del año pasado o que probablemente no aumentó, por lo que el aumento de la pendiente a fines del año pasado no es porque entraron nuevos clientes al sistema.

El Gerente señor Claudio Soto menciona que, de hecho, hay un estancamiento en las colocaciones y que todavía no se ven signos de recuperación, salvo el caso de las colocaciones para la vivienda en Unidades de Fomento, que han mantenido un cierto dinamismo, ya que se han desacelerado de forma importante y luego han crecido a tasas comparables con las de mediados del año pasado.

Luego, hace presente que la participación del BancoEstado en las colocaciones de consumo y comerciales presentan un fuerte aumento, especialmente estas últimas, mientras que el alza de las hipotecarias es menor, porque el mercado está bastante segmentado.

En opinión del Consejero señor Enrique Marshall, es muy importante hacer un seguimiento de las operaciones hipotecarias, ya que son operaciones con horizontes más largos, donde hay un espacio importante para seguir bancarizando, por cuanto corresponden a operaciones en las que las personas están, normalmente, sustituyendo el arriendo por la adquisición de una vivienda. Respecto de las operaciones de consumo, en cambio, piensa que son operaciones bastante contaminadas, porque los bancos tienen que hacer los castigos muy rápidamente y ello puede llevar a que el sector caiga por un tiempo. Aclara que esas operaciones no desaparecen, ya que los clientes siguen debiéndole a los bancos, pero es dinero que sale de la contabilidad. Luego, señala que es relativamente normal que en un ciclo como el actual haya que centrar la atención en las operaciones hipotecarias, ya que si siguen cayendo se convierte en un tema de mucha preocupación. Agrega que el problema es que habrá que admitir ciertas noticias relativamente malas por factores contables, por factores de apalancamiento, debido a que son menores los espacios para que el crédito se recupere rápido.

Respecto del tipo de cambio, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que el peso se ha depreciado, a pesar del importante aumento observado en el precio del cobre desde la última RPM. Al respecto, recuerda lo mencionado por el Gerente de Análisis Internacional, sobre las medidas alternativas para el tipo de cambio real, que, en lugar del Índice de Precios Externos Relevantes (IPE), consideran los IVUM e IVUX sin cobre. Explica que si se mide el tipo de cambio real con el IVUM, se obtiene que está bastante apreciado, pero que se observa también una tendencia decreciente en el tiempo, porque el precio de las importaciones ha ido cayendo. Asimismo, si se analiza el tipo de cambio real, considerando los IVUX sin cobre, se ve que está más apreciado que el año pasado, pero no más que en los últimos cinco o seis años, y claramente más depreciado que antes de la crisis asiática.

Al respecto, el señor Ministro de Hacienda señala que lo sorprendente de los últimos quince días es que el tipo de cambio se deprecie levemente, a pesar que los *commodities* suben, y que se comente que se habría activado el *carry trade* precisamente con Brasil. Las tasas en Chile y en Brasil no han cambiado, agrega. Dado eso, pregunta por qué ello estaría ocurriendo si, al parecer, la tasa no se ha movido, y cuál es el *market feeling* al respecto.

El Gerente de División de Operaciones Financieras, señor Beltrán De Ramón, explica que desde la última RPM no solamente se movieron las tasas, sino que se aseguraron por seis meses. Indica que ello debe transmitirse, ya que hay un compromiso de mantenerlo por un tiempo, por lo que en estos momentos, el riesgo de que las tasas en Chile suban o bajen es



nulo. Menciona que lo que se ha detectado es un aumento en las compras de dólares en *non delivery forwards* (NDF) y, por lo tanto, de ventas de pesos en NDF, incluso de una magnitud significativa en las últimas semanas. Añade que en una transacción de *carry trade* siempre la moneda pasiva se vende y la moneda activa se compra. Señala ignorar si esto es con Brasil, con México, con Hungría, pero indica que todas las recomendaciones que él y el Gerente de División de Estudios recibieron del Deutsche Bank en su viaje a Nueva York en abril último, o sea, antes de la adopción de las medidas, así como últimamente de parte de todos los analistas de Nueva York, es que estas transacciones son recomendables y todo indica que ello es así.

El señor Enrique Marshall acota que ello es coherente con el cuadro donde se presenta a Chile como una de las pocas economías emergentes que tiene las tasas tan bajas.

Respecto de la bolsa local, el señor Claudio Soto hace presente que esta ha subido, pero algo menos que otras bolsas en el mundo. De hecho, plantea que si se compara la evolución del IPSA con índices de bolsas que recoge Morgan Stanley, este ha caído en términos relativos.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, refiriéndose ahora al M1. Al respecto, señala que este ha vuelto a acelerarse y de manera bastante intensa, y que la velocidad está en torno a 30%, algo por sobre de lo que podría predecir el modelo de demanda por riesgo.

En relación con las expectativas, el señor Claudio Soto indica que las proyecciones de crecimiento para el año se han estado ajustando a la baja. De hecho, menciona que la encuesta de comienzos de agosto mantiene la proyección de -1,5% para el año, por lo que la proyección de crecimiento para el año 2010 se corrige marginalmente desde 3,1 hasta 3%.

En cuanto a las compensaciones *forward*, el señor Gerente expresa que lo interesante es que, en general, se han movido al alza en casi todos los horizontes. Agrega que si se consideran las compensaciones que salen de la curva *forward*, se ve que tanto la uno en uno como la a plazos más largos se han movido al alza. En cuanto a la curva *forward* de los bonos, en cambio, los movimientos son más bien mixtos en los distintos plazos, y si se considera la información de las mesas de dinero y de la misma encuesta de expectativas, se observa que no hay grandes movimientos en las perspectivas de inflación tanto a uno como a dos años.

Finalmente, respecto de la TPM, el Gerente de Análisis Macroeconómico explica que ha habido un aplanamiento bastante intenso en la curva *forward* y esto se ha dado sobre todo en los últimos días, en que se ha registrado una caída notable en la parte más larga de la curva. Menciona que a diciembre de 2010 se encuentra en 2,25%, bastante más abajo que lo que se tenía anteriormente, que era superior a 3%. Luego, hay una caída de más de 70 puntos base a diciembre de 2010, importante corrección que se produjo principalmente después de conocidas las cifras de IMACEC e inflación.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que ello resulta interesante, porque más allá de la cifra de inflación a la baja, que a todos ha sorprendido y especialmente al mercado, la lectura que se hace de la cifra de IMACEC es que ella es bastante positiva, dentro de lo que se podría haber esperado o de las perspectivas que había. Señala que el movimiento en la curva de *forward* no se produce justo después de la RPM, sino que después de haberse conocido el IMACEC. Agrega que después de ello, habría pensado que no se produciría una



corrección de las tasas a la baja tan significativa como para sostener que el escenario futuro se vislumbra tan negativo, que determinará que las tasas efectivamente permanezcan muy bajas. En razón de lo expuesto, manifiesta que le llama la atención que las cifras hayan sido interpretadas como que efectivamente las tasas se corrigen 50 ó 60 puntos hacia abajo.

El Gerente de División señor García afirma que ello sí se puede interpretar, porque la visión del mercado respecto de la actividad suponía algún dato como el que se tuvo en junio, o sea, que el escenario de actividad de consenso nunca fue peor que -1,5%. La percepción del mercado quizás era implícitamente mejor por el lado de las proyecciones que la que el Banco tenía el mes pasado, razón por la cual la cifra del IMACEC nos ha sorprendido, concluye.

Antes de proseguir, el señor Vicepresidente comenta que los analistas ya hablan de perspectivas de crecimiento para el próximo año superiores a 3%, de entre 4 y 5%. Lo anterior se funda en información reciente sobre un cambio significativamente importante en las últimas tres semanas.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Matías Bernier, a propósito de las compensaciones inflacionarias *forward*, advierte que hay que tener cierto cuidado, porque las compensaciones de más corto plazo que se muestran al alza son las de los *swaps*, mercado que hoy día ha sido prácticamente invalidado por los agentes. Indica que si se revisa el gráfico de la "uno en uno" de los bonos, que tiene una mirada bastante distinta, se puede observar que, de hecho, la compensación ha caído -1%, con una pendiente bastante pronunciada respecto de la *swap*, que dice que sube, tema que él advierte que relativiza el título, lo que no significa que el mercado de manera unánime esté esperando que la inflación vaya subiendo, más bien todo lo contrario.

Para finalizar, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, comenta que la gran mayoría de los analistas no prevé cambios en la TPM en los próximos meses y que ha aumentado la incertidumbre respecto de su trayectoria a mediano plazo.

El Presidente agradece la presentación del señor Claudio Soto y señala que, por expresa solicitud del señor Ministro de Hacienda, la sesión de la tarde comenzará a las 16:15 horas.

Siendo las 16:15 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 141, y 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 señor Pablo García, comienza a dar lectura a las Opciones, informando, en primer término, que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria hasta 0,5% anual, señalando que se mantendría en ese nivel mínimo por un tiempo prolongado, y que, a fin de reforzar esta decisión y alinear los precios de los activos financieros, adoptó, además, una serie de medidas complementarias de política monetaria.

A continuación, el señor Pablo García da cuenta de las principales noticias desde la última Reunión, mencionando, en primer término, que las perspectivas de crecimiento global han seguido mostrando que el deterioro se modera, ya que, a diferencia del mes pasado, cuando se percibía un tono flojo en los mercados financieros, en las semanas recientes han vuelto las perspectivas más alentadoras a los mercados internacionales.



Hace presente que el mayor apetito por riesgo se ha reflejado en el repunte de las bolsas, en el aumento en las tasas libres de riesgo, en la sistemática disminución de los diversos indicadores de riesgo financiero y crediticio, en los mayores precios de los productos básicos y, en general, en una mayor debilidad del dólar. Este mejor clima no ha generado, en todo caso, un cambio relevante en la instancia de política monetaria en el mundo desarrollado. En Chile, añade, el peso no ha experimentado una apreciación adicional.

A nivel local, manifiesta que las noticias de actividad han llevado a revisar al alza las perspectivas de crecimiento para el segundo y tercer trimestres. Por el lado de la demanda final, plantea que esto ha tenido como contrapartida una mayor demanda por consumo, inversión en maquinaria y exportaciones, mientras se estima que persiste una fuerte desacumulación de existencias. Complementa que la evidencia indirecta sugiere que esto último podría estar teniendo componentes no deseados, a diferencia de lo ocurrido a fines del año pasado y principios de este.

En cuanto a la inflación total, indica que la de julio estuvo en torno a lo previsto en la última RPM, pero con menores registros subyacentes, principalmente por la caída del precio del vestuario y de ítems de consumo duradero. Explica que es por ello que la revisión de los perfiles de inflación subyacente lleva a corregir nuevamente la proyección de inflación de corto plazo en torno a medio punto porcentual, agregando que las medidas de expectativas de inflación consideran perspectivas similares a las contempladas internamente.

El señor García reporta, además, que varias tasas de interés de mercado, particularmente las de consumo y comerciales a plazos más cortos, continuaron descendiendo, mientras que las tasas en operaciones a plazos más largos, incluyendo las tasas hipotecarias, se mantuvieron estables o mostraron aumentos. Los *spreads* de colocación sobre captación, en tanto, han tendido a volver a los niveles de un año atrás y el volumen de crédito ha mostrado una sostenida desaceleración, pero con bastante diversidad en el comportamiento del Banco Estado respecto del resto del sistema.

Por último, señala que luego de las decisiones adoptadas en ese momento, la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria (TPM) implícita en los precios de activos tuvo una reducción relevante, principalmente en el tramo de hasta dos o tres años.

Finalizado dicho reporte, el señor García expone las Opciones de la presente Reunión, recordando que en la Reunión pasada la medida de política monetaria se complementó con medidas adicionales de política monetaria para reforzar la decisión y, debido a que las decisiones de entonces no tenían implícita una estrategia esperada de relajamiento monetario posterior, los antecedentes centrales para la decisión en esta oportunidad son dos: primeramente, la evaluación que se haga respecto de las noticias coyunturales sobre las perspectivas de mediano plazo e inflación; y, en segundo lugar, la evaluación de las condiciones financieras y crediticias luego de las medidas del mes pasado. Dado estos dos antecedentes, indica que se considera que las opciones más plausibles para esta Reunión son la mantención de la actual instancia de política monetaria o su eventual ampliación.

Respecto del primer antecedente, el Gerente de División Estudios menciona que las noticias coyunturales apuntan en direcciones diversas. Explica que, por un lado, los antecedentes de actividad y demanda han sido claramente algo mejores que lo anticipado, que ellos siguen mostrando una detención del deterioro e, incluso, un repunte de algunos indicadores de consumo e inversión. Aunque ello no es una condición suficiente para plantear



un escenario, similar, por ejemplo, al del *Informe de Política Monetaria (IPoM)*, afirma que sí es claro que el segundo trimestre habría marcado un punto de inflexión en la expansión de la actividad. En el caso de la demanda, manifiesta que, a pesar de que existen aspectos específicos que explican algunas cifras con repuntes relevantes, como las importaciones de maquinaria y equipo, sí se aprecia desde hace algunos meses un mayor nivel en componentes de la demanda final, como la venta de viviendas y las compras durables. A su vez, aunque las cifras de desempleo se han mantenido elevadas, señala que la caída de la ocupación también parece estar moderándose.

Por otro lado, el señor Pablo García hace presente que la información de precios sigue dando cuenta de un entorno de presiones de precios contenidas. Al respecto, indica que aunque los salarios nominales no han mostrado por ahora una desaceleración relevante, sí se aprecia que las medidas subyacentes de inflación muestran cifras reducidas. Asimismo, expresa que aunque algunos ítems, como el vestuario, han tenido comportamientos notorios, este débil comportamiento de los precios es un fenómeno bastante extendido en el IPC.

En relación con el segundo antecedente, el Gerente de División de Estudios manifiesta que es pertinente que las condiciones financieras y crediticias vigentes hoy sean analizadas desde varios ángulos. Por una parte, las expectativas sobre la trayectoria de la TPM han tenido una reducción del orden de 100 a 125 puntos base respecto de la RPM pasada a plazos de entre uno y dos años y que, como siempre, la evaluación de la coherencia entre esta trayectoria y el cumplimiento de la meta de inflación se podrá hacer con mayor detenimiento en el *IPoM* de septiembre.

El señor García plantea que, por otro lado, y por sobre la trayectoria esperada para la TPM, el riesgo financiero y crediticio afecta las condiciones, el acceso y el costo del crédito de los clientes del sistema. En este ámbito, señala que es aparente que diversos indicadores de riesgo de fondeo externo de la banca, de riesgo financiero global y de riesgo crediticio de la República han tenido significativas reducciones en los últimos meses. Ello, junto con el relajamiento de la política monetaria, ha contribuido a reducir las tasas de colocación desde principios de año. Sin embargo, sostiene que, por otro lado, la materialización de mayores niveles de riesgo de crédito local asociados al ciclo económico, junto con un entorno global de reducción de la exposición crediticia a clientes más riesgosos, ha redundado en que las primas presenten cierta fricción a reducirse en algunos segmentos, y que las condiciones de acceso y los estándares de otorgamiento sean más restrictivos que hace algunos años. Al respecto, declara que es difícil evaluar, en general, si estas tendencias responden a la dinámica normal del ciclo de crédito o si hay alguna anomalía.

Al proseguir con la presentación de las Opciones, el Gerente de División precisa que las acciones concretas de política monetaria, sean para mantener la instancia actual o para aumentarla, deben evaluarse desde varios ángulos, debido a que la TPM está en su nivel mínimo. Con respecto a la implementación de la decisión de mantener la instancia actual, manifiesta que ello sería coherente con continuar operando con la Facilidad de Liquidez a Plazo en los lapsos ya anunciados. Una reducción de estos lapsos sería coherente con una reducción del estímulo monetario y no con su mantención, lo que no parece estar dentro de las opciones de política monetaria congruentes con el escenario macroeconómico actual. Además, advierte, constituiría una decisión difícil de explicar, dada la evaluación que se tiene de los riesgos para la inflación y la comunicación de que el nivel mínimo de la TPM se mantendrá por un tiempo prolongado.



Con respecto a posibles medidas para incrementar el estímulo monetario, el señor Pablo García estima que estas pueden darse de varias formas. Por ejemplo, una ampliación de los plazos en los que se realizan las medidas complementarias de política, implementando la FLAP a plazos mayores de seis meses, pero no necesariamente al mismo nivel que la TPM actual o con la frecuencia semanal con que se realiza esta operación hoy en día. Otro ejemplo sería ejecutar un programa de recompra de papeles del Banco Central a plazos de dos años o más. Finalmente, menciona que no se pueden descartar medidas de intervención cambiaria si se materializa una situación excepcional en dicho mercado.

El señor García sostiene que, en caso de que se requiera, la selección de instrumentos para implementar una política monetaria más estimulativa que la actual debe equilibrar cuidadosamente la precisión de la señal de tasas que se desee entregar al mercado con la conveniencia de mantener grados de flexibilidad suficientes, así como ser coherentes con el esquema de metas de inflación y de flexibilidad cambiaria. Asimismo, añade, la calibración de eventuales medidas adicionales debe considerar, como es habitual en política monetaria, la ocurrencia de escenarios alternativos de desalineamiento de las expectativas de inflación, los que pueden ser muy costosos para la economía.

Como es habitual, manifiesta que hay aspectos tácticos que son relevantes en la decisión de hoy. En primer término, informa que el mercado no espera de forma generalizada que se adopten nuevas medidas complementarias de política monetaria, tomando en cuenta que mantener la vigencia de la FLAP a 180 días es coherente con mantener el estímulo monetario. Por otro lado, indica que el conjunto de medidas complementarias posibles, mencionadas en la presente minuta, no se aleja del tipo de opciones que diversos analistas han considerado, por lo que la adopción de medidas adicionales no sería totalmente sorpresiva.

Finalmente, el señor Gerente de División de Estudios señala que se debe tomar en cuenta que las medidas adoptadas en la Reunión pasada no tenían contemplado un sesgo explícito, en el sentido de que se profundizarían en reuniones posteriores. Es posible, además, que parte de las primas por riesgo implícitas hoy en la intermediación crediticia esté influida por la genuina incertidumbre macroeconómica de los últimos meses, y que parte de esta incertidumbre puede vincularse con expectativas de nuevas medidas de política monetaria. En su opinión, estas consideraciones, además del hecho de que en poco tiempo más se elaborará el *IPoM* de septiembre y se podrá comunicar de manera más precisa el rumbo de la política monetaria, deben sopesarse con la eventual necesidad de implementar medidas estimulativas adicionales en esta ocasión. En términos comunicacionales, menciona que también es posible incorporar en el comunicado la posibilidad de medidas estimulativas adicionales, en caso de que se perciba que la inflación se mantendrá baja por un período excesivamente prolongado.

Concluida la presentación de las Opciones por parte del Gerente de División de Estudios, el Presidente De Gregorio ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de Investigación Económica, señor Luis Felipe Céspedes, señala que, respecto del ajuste de las curvas *forward* en las últimas semanas, en la Reunión pasada el Banco adoptó una serie de medidas que apuntaban a incrementar el impulso monetario. Sobre la base de la evolución de la curva *forward*, indica que de lo observado en los días siguientes a dicha Reunión se desprende que esas medidas alcanzaron un efecto menor que el esperado. Agrega que lo que sí generó un cambio significativo en dicha curva fueron los recientes datos macroeconómicos, en particular el dato de menor inflación que el esperado. Ahora bien, plantea que ello permitiría argumentar que, independientemente de la causa de esta caída de la curva

14.



*forward*, su caída es una buena noticia, ya que era precisamente lo que se buscaba lograr. Sin embargo, advierte que hay que tener cuidado con esta conclusión, toda vez que dicha caída puede estar siendo generada por un descenso en las expectativas de inflación a todos los plazos, esto es, que la tasa real implícita en dicha trayectoria podría no haber sufrido cambio alguno y, por lo tanto, tampoco el impulso macroeconómico. Al respecto, añade que los datos entregados durante la mañana por el Gerente de Análisis Internacional apuntan en esta dirección.

Respecto de la evolución marginal del impulso monetario requerido a la luz de las cifras más recientes, el señor Céspedes hace presente que el hecho de que la tasa de interés de política esté en su mínimo posible no implica que la lógica de Taylor no se aplique. Diferenciales de inflación respecto de la meta y la brecha de producto siguen siendo una buena forma de evaluar en qué dirección habría sido el movimiento marginal subjetivo para la TPM en esta RPM. Qué nos dicen los datos, se pregunta. Respecto de la RPM pasada, indica que se tiene menos inflación y similares brechas. En efecto, señala que la inflación anual promedio proyectada para los próximos cinco meses sería 0,6% menor que la esperada en la RPM pasada.

En relación con las brechas de producto, el Gerente de Investigación Económica sostiene que los antecedentes discutidos durante la mañana apuntan a una mantención de brechas respecto del mes anterior. En consecuencia, el movimiento marginal de la TPM que se deduciría de una regla de *Taylor* sería a la baja y de forma significativa. Agrega que, dado que se está en el nivel posible para la TPM, los nuevos antecedentes apuntarían a que la tasa de política monetaria se tendría que mantener por un período mayor que el previsto.

En cuanto a los riesgos que se enfrentan, plantea que, sin lugar a dudas, el ejercicio anterior no consideraba los riesgos y cambios de otras condiciones, tales como los *spreads*, que pueden afectar significativamente la trayectoria de la TPM. Sobre los riesgos de una aceleración de la inflación, el señor Céspedes cree pertinente señalar que las aceleraciones o caídas dramáticas en el ritmo inflacionario han estado asociadas a *shocks* de oferta o cambios radicales en las expectativas de crecimiento futuro. Asumiendo que la probabilidad para este escenario de mayor expansión inflacionaria producto de *shocks* de oferta y una reversión más rápida de las expectativas negativas es mayor que la probabilidad de un escenario de deflación, cosa que, en su opinión, no es el caso, la conclusión de política monetaria no es trivial. Añade que las dinámicas de la economía en un escenario de mayor persistencia de tasas de inflación negativas o deflación son ciertamente mucho menos favorables que en el escenario de mayor inflación. Este último, afirma, es el tipo de escenario con los cuales un banco central está acostumbrado a lidiar y es el tipo de escenario del cual se tiene mayor conocimiento de sus dinámicas y mecanismos de transmisión. Por esta razón, no obstante su probabilidad de ocurrencia es baja, pero su costo es tremendo, es que el Banco debe permanecer muy atento e implementar acciones adicionales de política monetaria frente a mayores presiones deflacionarias, sea cual sea su fuente y considerando la fuente misma de la presión deflacionaria en la elección del instrumento.

Sobre las expectativas de recuperación y la decisión de política del día de hoy, el Gerente de Investigación Económica estima que las incipientes mejores expectativas respecto de la evolución de la economía en el futuro es, sin lugar a dudas, algo positivo. Destaca que el actual ciclo económico ha estado fuertemente influenciado por las expectativas, afirma, por lo que la clave de la presente decisión de política monetaria, lo que incluye la decisión respecto de las FLAP o medidas adicionales y el comunicado mismo, es combinar adecuadamente las necesidades de transmitir el compromiso con un impulso macroeconómico mayor, sin afectar las



potencialmente frágiles expectativas de los agentes respecto de la marcha futura de la economía. En su opinión, dicho mensaje debe anclarse en la no existencia de presiones inflacionarias en el corto plazo y, por lo tanto, en el mayor espacio para señalar una mayor expansibilidad de la política monetaria a la implícita hoy en el mercado.

El Presidente agradece la intervención del Gerente de Investigación Económica y concede la palabra al Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco.

En primer término, el señor Ministro de Hacienda señala que, dada la importancia de la decisión adoptada recientemente de incorporar elementos no convencionales a la TPM, desea hacer una sugerencia, que dice relación con la necesidad de contar con una evaluación más explícita sobre la efectividad de las medidas no convencionales adoptadas en la Reunión de Política Monetaria pasada, como antecedente para la decisión del Consejo, la que podría conocerse en la sesión de la mañana de la próxima Reunión, ser incorporada en la minuta o discutirse en alguna otra oportunidad. Explica que, atendida la importancia de la decisión de añadirle estos elementos no convencionales a la política monetaria, decisión que dice haber compartido en su momento y seguir compartiendo, sería del todo conveniente saber la efectividad de estas medidas, porque no está claro si la reacción en las tasas ha sido una reacción al cambio de política o a los datos más recientes. Manifiesta que no tiene una convicción al respecto, razón por la cual le habría gustado escuchar en detalle la postura del *staff* o lo que los presentes postulan al respecto, para haberse podido formar una opinión más clara en cuanto a si las medidas cuantitativas o heterodoxas han tenido la efectividad esperada.

Respecto de los datos recientes, el señor Velasco cree que hay dos asuntos que saltan a la vista: el primero de ellos es el hecho no totalmente inédito, porque ya se preveía, pero que ahora se profundiza, que durante varios meses la inflación acumulada en los doce meses previos va a ser negativa. Plantea que eso por sí solo no es un argumento para alterar el curso de la política monetaria, porque se sabe que esta no opera en horizontes tan cortos. Sin embargo, indica que el impacto de dicha situación sobre las expectativas de inflación o las expectativas de deflación tiene pocos o ningún precedente, por lo que constituye un asunto que sí resulta relevante para esta decisión. Agrega que también resulta relevante para decisiones futuras el impacto que varios meses seguidos de deflación en doce meses pueda tener para el debate público. El segundo dato que salta a la vista es el grado en el cual la curva continúa con una pendiente muy alta, por lo que considera que corresponde hacerse la pregunta de si el problema es de liquidez, que se resuelve con medidas exclusivamente de liquidez, o si este tiene que ver con la subsistencia de un premio por riesgo en horizontes más largos excesivamente alto, dado los remanentes de alta aversión al riesgo por parte de los participantes del mercado, que todavía no son triviales. Expresa que si lo segundo fuese cierto, entonces a las medidas de liquidez habría que añadirle la consideración activa de medidas que operan en horizontes de más largo plazo, incluyendo la potencial recompra de papeles, no solamente a horizontes bajo dos años, sino potencialmente a horizontes mayores a dicho plazo.

En razón de lo expuesto, el señor Ministro de Hacienda señala que la decisión de hoy se remite a si se profundiza o no, o si se extienden o no los plazos de las medidas de liquidez adoptadas recientemente. Al respecto, estima que si a esa decisión se le aplica el clásico razonamiento de cuál es el riesgo de equivocarse en una dirección u otra, sería conveniente enviar la señal, ya sea en las medidas mismas o en el comunicado, de la voluntad de la política monetaria de mantener la tasa de interés en niveles bajos, de modo que esto se refleje en la estructura de la curva y en el costo efectivo.



El Presidente agradece los comentarios del señor Velasco y da paso a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que los datos recientes van conformando, a grandes rasgos, un perfil de actividad en el que se observa cierta estabilidad y con expectativas de recuperación durante el segundo semestre. Agrega que los datos coyunturales en la punta son satisfactorios, tanto porque las cifras reales muestran signos positivos, como porque se consolida una consistente mejora en las expectativas, que fue identificada en su momento como una de las principales causas de la contracción de la actividad entre los meses de octubre y abril. Sin embargo, en su opinión, estas cifras deben ser tomadas con cautela y habrá que esperar cifras futuras para confirmar si se está frente a un quiebre en la tendencia. Indica que algo similar ocurre en el escenario internacional, donde las cifras también comienzan a dar cuenta de un cambio en las expectativas y de una incipiente recuperación o estabilización de las economías. El Consejero añade que los precios de los activos por varias semanas son coherentes con lo señalado.

Por el lado de la inflación, el Consejero señor Claro sostiene que los datos del mes de julio sorprendieron nuevamente a la baja, lo que confirma las presiones, en especial, en el corto plazo. A mediano plazo, en tanto, las diferentes medidas de expectativas de inflación —con mucha amplitud entre ellas— dan cuenta de un panorama de estabilidad en torno a 3% en un horizonte de dos años.

El señor Sebastián Claro plantea que el mercado financiero doméstico funciona adecuadamente y que la principal inquietud que motivó la implementación de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), que eran los altos *spreads* en las tasas de corto plazo, se han corregido. Afirma que las tasas de los papeles del Banco Central y las tasas de captación de la banca, especialmente en el tramo corto, han tenido caídas sustanciales, mientras que las tasas de largo plazo, tanto en pesos como en UF, continúan en niveles bastante bajos y no se observan comportamientos anómalos en el mercado de renta fija. En relación con el tipo de cambio, señala que este se ha mantenido relativamente estable en el período, en niveles que razonablemente podrían ser calificados como de equilibrio. En este sentido, el señor Consejero considera que la principal novedad es que el panorama tiende a estabilizarse en niveles similares a los esperados y consistentes con el impulso monetario actual.

A juicio del Consejero señor Claro, la principal señal que se debe entregar es de tranquilidad y normalidad, y que, dada la alta incertidumbre, es importante recalcar el mensaje que las tasas se mantendrán bajas por un tiempo prolongado.

En razón de lo expuesto, el señor Sebastián Claro vota por mantener la TPM en 50 puntos base y mantener la FLAP en sus condiciones actuales.

Finalmente, el Consejero señor Sebastián Claro hace presente que existe un tema sobre el cual desea llamar la atención por la alta incertidumbre que involucra: la evolución de los *commodities*, en particular del petróleo y el cobre. Según el señor Claro, sus niveles dan cuenta de una demanda mundial activa, lo que plantea varias inquietudes respecto de su evolución en el futuro, una vez que la actividad mundial retome una senda más fuerte, tanto por su impacto inflacionario directo como por su impacto cambiario.



A continuación, es el turno del Consejero señor Enrique Marshall, quien comienza su exposición agradeciendo al *staff* por el apoyo brindado.

El señor Marshall indica que las noticias del último mes han configurado un panorama algo más favorable que el visualizado en la última Reunión. En el frente externo, las cifras de actividad comienzan a entregar señales de estabilización, mientras las perspectivas de crecimiento se revisan marginalmente al alza. Los mercados financieros denotan una mayor confianza por parte de los inversionistas, lo que se traduce en movimientos alcistas en las bolsas y en una reducción de las primas de riesgo. Los precios de los recursos naturales vuelven a subir como resultado de mejores perspectivas en adelante, y el del cobre lo hace con particular intensidad, alcanzando niveles bastante elevados.

Sin embargo, a juicio del Consejero señor Marshall, la economía mundial sigue en una condición de debilidad y deterioro, que no ha cambiado sustancialmente, ya que persisten problemas no resueltos y los riesgos, si bien se han acotado, siguen siendo más bien altos.

En el frente interno, señala que las noticias del último mes también han sido alentadoras, sin perjuicio de reconocer que las condiciones generales continúan marcadas por la fuerte contracción de la demanda que se desencadenó a partir del cuarto trimestre del año pasado.

En cuanto a las tasas de interés, el señor Enrique Marshall manifiesta que estas han bajado respecto de los altos niveles alcanzados a fines del año pasado, pero que, en su opinión, la política monetaria parece haber encontrado algunos escollos o trabas para ejercer todo el estímulo requerido en estas circunstancias: en primer término, porque el riesgo de crédito percibido por los bancos, determinado por consideraciones de corto más que de mediano o largo plazo, ha puesto limitaciones al descenso de las tasas activas; en segundo lugar, porque en algunos segmentos, como el de los créditos de consumo, las tasas activas están afectadas por costos o márgenes de intermediación altos y, además, se han mostrado insensibles a la política monetaria; y, por último, porque la demanda de crédito, especialmente de parte de los hogares, sigue muy contenida por factores de confianza y expectativas.

Al continuar con su votación, el señor Marshall se refiere a las cifras recientes de demanda y actividad, que han sido en general auspiciosas, mencionando que el último IMACEC, si bien dio cuenta de una significativa caída en doce meses, mostró un repunte no despreciable del mes anterior y que, luego, varios indicadores de demanda han entregado señales, algunas todavía incipientes, de cambio de tendencia y recuperación. Con ello, las perspectivas de una mejora en el segundo semestre se han reafirmado, lo que sigue sustentado principalmente en la evolución de los índices de confianza, en las políticas expansivas en curso y en la gradual recuperación de la economía mundial.

Congruente con lo anterior, expresa que las proyecciones del sector privado para este año se han estabilizado, después de muchos meses en que mostraron ajustes a la baja, y que, con todo, la trayectoria de la actividad en la primera parte del año llevaría, en el escenario más probable, a un crecimiento anual por debajo del rango proyectado en el último *IPoM*.

El Consejero señor Marshall añade que si bien el mercado laboral está reflejando las condiciones del ciclo, las remuneraciones se están ajustando con bastante lentitud.



En relación con la inflación, el señor Consejero afirma que ella ha seguido descendiendo, incluso con mayor rapidez e intensidad que lo esperado, y que lo mismo se puede decir de la inflación subyacente. En los próximos meses, la inflación anual entraría transitoriamente en territorio negativo y, en el escenario más probable, cerraría el año con una variación levemente por debajo de cero, panorama de corto plazo que, por lo demás, es compartido por el mercado. Sobre la evolución de la inflación más allá de ese horizonte, señala que persiste algún grado de incertidumbre y que las visiones no son completamente coincidentes.

En resumen, en opinión del señor Enrique Marshall, el cuadro macro ha evolucionado bastante en línea con lo anticipado y, por lo mismo, sigue requiriendo de un fuerte estímulo monetario. Agrega que las acciones de política adoptadas en la última Reunión se han validado y lo que corresponde en esta oportunidad es reafirmarlas, lo que comprende tanto la decisión para la TPM como las acciones complementarias.

El señor Consejero no descarta la posibilidad de introducir nuevas medidas, especialmente si apuntan a perfeccionar o ampliar las ya implementadas, y que en esa línea estaría, por ejemplo, la extensión hasta un año del plazo para las operaciones que se efectúan en el marco de la FLAP. Sin embargo, manifiesta que se inclina por no innovar en esta Reunión. Considera que, en lo fundamental, se han desplegado las acciones requeridas para un escenario como el que se está enfrentando y que, por lo demás, los efectos perseguidos con las medidas adoptadas se están materializando.

Agrega que también le parece conveniente contar con una adecuada evaluación sobre los efectos de las medidas actualmente en aplicación, antes de introducir ajustes o cambios, pero que ello supone necesariamente cierta perspectiva temporal.

En opinión del Consejero señor Marshall, la consideración y evaluación de nuevas medidas debería darse conjuntamente con la revisión del escenario base, a partir de un nuevo ejercicio de proyecciones, lo que ocurrirá con motivo de la preparación del próximo *IPoM*.

En estos momentos, plantea, el principal desafío es lograr un adecuado traspaso de las nuevas condiciones monetarias a los clientes. Parte de la tarea ha sido hecha, como lo demuestran las cifras, pero queda otra parte por hacer. Para que este proceso continúe, indica que es clave generar condiciones para que los riesgos y las incertidumbres percibidos por los bancos disminuyan. Al respecto, las medidas contenidas en la Iniciativa Pro Crédito anunciada por el Ministerio de Hacienda en marzo pasado hicieron una valiosa contribución en ese sentido.

El señor Marshall estima que en el cuadro que se enfrenta, mucho ayudaría si el riesgo de crédito de las nuevas operaciones es evaluado con el correcto horizonte temporal, que, por cierto, va más allá del muy corto plazo, y que también parece importante reducir la preocupación por cambios normativos o de reglas de juego que podrían tener impacto sobre los márgenes de intermediación y los resultados durante esta fase del ciclo.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50%, junto con reafirmar las acciones de política adoptadas en la última reunión.



El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, inicia su intervención indicando que la decisión de la presente Reunión se enmarca en un contexto en que la crisis financiera global pareciera estar enfrentando un punto de inflexión. Al respecto, señala que las últimas tres semanas han estado marcadas por una serie de indicadores que sugieren que la crisis habría topado fondo, ya que en los Estados Unidos de Norteamérica los indicadores del mercado laboral, producción industrial, consumo y venta de viviendas apuntan a que estaría teniendo lugar una recuperación sincronizada de la actividad, y las cifras de actividad de Europa en el segundo trimestre también han sido mejores a lo esperado, a lo que se suma una estabilización de la caída de inventarios y de la inversión en capital fijo y una recuperación de las exportaciones. En Asia, en tanto, la recuperación sigue su curso, estimándose que Asia emergente habría crecido a una tasa superior al 10% anualizado en el segundo trimestre. En consecuencia, el cuadro que surge de estos antecedentes es el de una recuperación más rápida y coordinada que la que está implícita en las proyecciones de consenso.

El señor Desormeaux sostiene que este cambio de sentimiento se ha visto reflejado en un repunte de los mercados accionarios, en aumentos de las tasas de interés de largo plazo y de los precios de los productos básicos, así como en una depreciación del dólar de los Estados Unidos a medida que aumenta el apetito por riesgo.

En el plano interno, agrega, también comienza a vislumbrarse un punto de inflexión, lo se ha visto reflejado en mejores perspectivas de crecimiento para el segundo semestre de 2009 y para el año 2010.

En cuanto a la demanda, el señor Vicepresidente menciona que una serie de indicadores parciales de consumo, importaciones de maquinarias y equipos, y exportaciones apuntan a un quiebre de tendencia.

En el plano inflacionario, continúa, la información de julio no trajo sorpresas, aun cuando los registros subyacentes estuvieron por debajo de lo previsto, y se prevé que se observarán tasas de inflación anual negativas durante los próximos meses. Pese a ello, las expectativas de inflación futura no han registrado cambios relevantes.

A juicio del señor Jorge Desormeaux, otro desarrollo significativo ha sido la reacción de los mercados financieros a las medidas adoptadas en la Reunión de Política Monetaria de julio, en particular a las medidas complementarias de política monetaria. Al respecto, indica que se ha observado que las tasas de colocación para créditos de consumo y comerciales han continuado descendiendo, en tanto que aquellas correspondientes a operaciones hipotecarias se han mantenido esencialmente estables. Sin embargo, agrega, los volúmenes de crédito siguen mostrando una desaceleración, tanto por mayores restricciones de oferta como por una contracción de la demanda.

Por ultimo, hace presente que las expectativas sobre la trayectoria futura de la tasa de política monetaria han observado una reducción de 100 a 125 puntos base en relación al mes pasado en el tramo de uno a dos años.

Frente a este panorama, en que la crisis entra en un punto de inflexión tanto en el plano externo como interno, el señor Vicepresidente estima que una opción natural es la de esperar, de modo de tener más tiempo para evaluar el cambio del entorno macroeconómico, así como los efectos de las medidas que ya han sido adoptadas. Ello, agrega, adquiere más sentido si se considera que la elaboración del *Informe de Política Monetaria* de septiembre, que



se inicia dentro de pocos días, dará una oportunidad para evaluar con mayor precisión el impacto que tendrán todos estos elementos sobre la inflación proyectada. De acuerdo con esta lógica, entonces, el momento más adecuado para introducir cambios al estímulo monetario vigente, en caso de ser ello necesario para asegurar la convergencia inflacionaria, sería la Reunión de Política Monetaria de septiembre.

El señor Desormeaux señala que la opción de ampliar el estímulo monetario, sea a través de extender la línea de crédito a plazo (FLAP) a períodos superiores a seis meses, a través de programas de recompra de papeles del Banco Central a plazos de dos años o más, u otras iniciativas, como una intervención cambiaria, podría justificarse en caso que se juzgue que el riesgo de equivocarse al ampliar el estímulo monetario con la información que se dispone a la fecha es reducido. En todo caso, añade, dicho riesgo será menor en 30 días más, cuando se cuente con la información del *IPoM*. En cambio, si se juzga que el riesgo de sobre estimular la economía y terminar con una inflación superior a 3% en un plazo de 24 meses como resultado de una ampliación juiciosa del estímulo monetario es reducido, esta alternativa permitiría ganar algo de tiempo y garantizar una convergencia más temprana de la inflación a la meta. Desde esta perspectiva, al señor Vicepresidente le parece que la alternativa menos riesgosa a la hora de ampliar el estímulo monetario vigente, en espera de la información que entregará el próximo *IPoM*, es la de ampliar el programa de recompra de papeles del Banco Central a plazos de dos años o más.

El señor Jorge Desormeaux declara que, en esta ocasión, no considera conveniente la extensión de la línea de crédito a plazo a períodos superiores a 6 meses, como tampoco una intervención en el mercado cambiario, sin perjuicio que en otras circunstancias ello pueda ser recomendable.

En razón de lo expuesto, el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, vota a favor de mantener la TPM en su nivel actual de 0,50% y manifiesta estar disponible para sumarse a una decisión en favor de una ampliación del estímulo monetario, a través de una recompra de papeles del Banco Central a plazos de dos años o más, si esta se materializa.

El Presidente, señor José De Gregorio, plantea que las noticias de actividad económica muestran que, con algún rezago al proyectado en el escenario base del último *IPoM*, la caída de la actividad se habría detenido, que se aprecia una recuperación en el margen y que esta debería ir tomando más fuerza en este tercer trimestre, aunque la velocidad es aún incierta. Hace presente que existe un conjunto de indicadores parciales en la construcción y el comercio, por ejemplo, que avalan el inicio de la fase de crecimiento.

El señor De Gregorio expresa que lo anterior se da en un contexto internacional en el cual la caída de los niveles se estabilizó y se estaría pronto a iniciar una recuperación. Esta última, agrega, debiera ser sostenida en los próximos dos años, aunque con tasas de crecimiento menores a las registradas antes de la crisis financiera global. Una evidencia a este respecto, y con importantes implicancias para la economía chilena, es el alza que han experimentado los *commodities*, en particular en los días más recientes. Lo anterior, indica, se reafirma por el hecho que la reducción de las proyecciones de crecimiento de Chile y de la mayoría de los países del mundo, que desde fines del año pasado se venían corrigiendo sistemáticamente a la baja, han detenido su deterioro. Con todo, sostiene que el panorama es aún riesgoso y no es posible descartar nuevas dificultades o períodos de volatilidad en el ambiente externo.



En el ámbito inflacionario, el Presidente menciona que las noticias más recientes, que sorprendieron a la baja, indican que las presiones de precios se mantienen muy contenidas y que las perspectivas de mercado de corto plazo estiman, incluso, que la inflación en 12 meses será negativa a fines de este año. En todo caso, las expectativas en el horizonte de política de dos años se encuentran estables en torno a la meta. Para que ello sea así, el Presidente estima que es necesario conducir la política monetaria coherente con la meta.

Las perspectivas de mediano plazo, explica, están bien contenidas y, si bien el alza de los precios de *commodities* podría resultar en algún aumento de la inflación, la desviación actual de la meta, así como las brechas de actividad, no dan indicios de riesgos significativos a un alza indeseada de la inflación. Por el contrario, señala, todo indica que la política monetaria deberá mantenerse muy expansiva para que la inflación vuelva a la meta. Destaca que eso es lo que el Banco Central de Chile ha estado haciendo, en particular, dado que al llegar la TPM a su nivel mínimo, se ha señalado que lo más probable es que dicha tasa se mantenga en niveles muy bajos por un tiempo muy prolongado. Manifiesta que ello fue reforzado el mes pasado con medidas complementarias, por la vía de otorgar liquidez por un plazo de hasta seis meses al nivel de la TPM, medida que se adoptó para alinear los precios de los activos financieros con las perspectivas de una tasa de política monetaria en su mínimo. Plantea que este objetivo se ha estado logrando, por cuanto se ha visto una importante caída en la curva de retorno, en particular en los tramos de hasta dos años, pero también en todos los papeles nominales, lo cual debiera permitir relajar las condiciones financieras por la vía de reducciones adicionales en el costo del crédito, el que se debería reducir, además, en la medida que las primas por riesgo vayan descendiendo conforme se disipe la incertidumbre, y permitir una expansión de la oferta de crédito.

El señor De Gregorio señala que todo lo anterior confirma la percepción al interior del Banco de que la tasa debe mantenerse en su nivel mínimo y que se debe insistir en que ella permanecerá en este nivel por un tiempo prolongado. A su juicio, esa es la estrategia que asegura que la inflación aumente gradualmente a un 3% en un horizonte de dos años. Al respecto, sostiene que hay un amplio espacio para la recuperación de la economía en el contexto de una política monetaria muy expansiva, por lo que no se puede descartar que las medidas complementarias de política monetaria puedan profundizarse en el futuro, en la medida que aumenten los riesgos de que la inflación se quede un tiempo excesivo bajo la meta, pero después de un período de siete meses de continuo relajamiento monetario, le parece prudente mantener la actual política monetaria, la que, en el escenario más probable, se mantendrá así por varios trimestres.

En vista de lo expuesto, el Presidente señor José De Gregorio vota por mantener la TPM en 0,5% y mantener las medidas implementadas durante el mes pasado.

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

#### 142-01-090813 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y continuar aplicando las medidas complementarias de política monetaria adoptadas en la reunión anterior.



Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y continuar aplicando las medidas complementarias de política monetaria adoptadas en la reunión anterior.

En el ámbito externo, los datos recientes muestran una estabilización de las perspectivas de crecimiento global para este año. Estas perspectivas han incidido en un mejor ambiente en los mercados financieros. Los precios de los productos básicos, en particular el del cobre, han aumentado.

En el plano interno, la información disponible para el segundo trimestre de este año indica que el debilitamiento de la actividad se habría detenido. Aunque el desempleo sigue aumentando, la ocupación ha tendido a estabilizarse. Las condiciones crediticias se mantienen estrechas, a pesar de las menores tasas de interés de colocación.

En julio, el conjunto de indicadores de inflación mostró reducidas presiones inflacionarias subyacentes. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos. Se prevén registros de inflación anual reducidos en los próximos trimestres. Las expectativas de inflación de mediano plazo se han mantenido estables.

El Consejo reitera que la TPM se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% por un período de tiempo prolongado y que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.”

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Presidente

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe (S)

ANDRÉS VELASCO BRAÑES  
Ministro de Hacienda