



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 143 celebrada el 8 de septiembre de 2009

En Santiago de Chile, a 8 de septiembre de 2009, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Desormeaux Jiménez, y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asisten también los señores:

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes;
Subsecretaria de Hacienda, doña María Olivia Recart Herrera;
Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Gerente de Estabilidad Financiera Subrogante, don Dalibor Eterovic Maggio;
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° 143, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de marzo de 2010 para el día 18 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 actividad mundial experimenta una recuperación más bien generalizada y especialmente significativa en las economías emergentes. La situación de las economías desarrolladas, en cambio, es algo más heterogénea, ya que Japón registra un aumento importante, el Reino Unido un leve repunte y la Zona Euro algunas caídas, aunque bastante estabilizadas con respecto a los meses anteriores.



El señor Sergio Lehmann destaca que las exportaciones también han comenzado a dar cuenta de cifras positivas, algo más marcadas en el caso de las economías emergentes, particularmente en Brasil y República de Corea, mientras que entre las economías desarrolladas sobresale nuevamente el caso de Japón. Las exportaciones de Estados Unidos también registran aumentos relativamente importantes y las de la Zona Euro, en tanto, se han estabilizado.

El señor Lehmann señala que la confianza empresarial ha retornado a los niveles previos a septiembre de 2008, es decir, a los niveles observados antes de la agudización de la crisis. La confianza de los consumidores, agrega, si bien ha mejorado también, no lo ha hecho de manera homogénea, ya que en Corea, en la Zona Euro y Japón exhibe una recuperación muy significativa, mientras que en las economías desarrolladas se observa una situación algo más rezagada.

En materia de empleo, el señor Gerente de Análisis Internacional hace presente que los indicadores muestran que las cifras siguen siendo negativas en la mayoría de un conjunto de economías, aunque han tendido a atenuarse. La tasa de desempleo, que había registrado aumentos relativamente importantes en casi todas las economías reportadas, da cuenta ahora de una estabilización. Al respecto, subraya el caso de Brasil, donde la tasa de desempleo ha disminuido en los últimos meses por la implantación de políticas orientadas a estimular la creación de empleo, financiadas con un mayor gasto fiscal.

Al proseguir con su exposición, el señor Lehmann se refiere a un análisis efectuado hace aproximadamente dos años, cuando se trataba de determinar la posibilidad de que Estados Unidos estuviera entrando en una recesión, mencionando que el mismo estudio se está repitiendo ahora para conocer si dicha economía esté saliendo ya de esa condición. Dicho análisis, explica, se basa en un estudio de Leamer, que observa el comportamiento de la tasa de desempleo, el empleo no agrícola y la producción industrial, y define un umbral para cada una de estas variables. Estas variables, aclara, buscan replicar exactamente lo que el *NBER* trata de definir como la posibilidad de que la economía esté en recesión. Según este último, cuando la tasa de desempleo supera el umbral definido para ella, se entiende que la economía entra en una recesión y cuando esta vuelve a niveles bajo ese umbral o la tasa de empleo no agrícola supera su respectivo umbral, se entiende que la economía sale de la recesión. De acuerdo con ello, entonces, los últimos datos indicarían que, si bien todavía se está en una etapa de recesión, hay señales positivas, por cuanto se registra un quiebre en las tendencias que se habían mostrado en los meses anteriores. Luego, dependiendo de lo que ocurra en los próximos meses, y según la definición del *NBER*, se podría entender que la economía empieza a salir de la etapa recesiva una vez que las tres variables mencionadas crucen simultáneamente el umbral que define esta posibilidad de recesión.

El señor Gerente de Análisis Internacional informa a continuación que las cifras de crecimiento del segundo trimestre para un conjunto amplio de economías son menos negativas que las registradas en el primer trimestre y, en algunos casos, incluso positivas. Entre estas últimas, destaca particularmente Singapur; por el contrario, la cifra del Reino Unido es aun más negativa que lo que se anticipaba. El crecimiento mundial durante el segundo trimestre, en tanto, fue algo mayor que el esperado hace un mes atrás, como resultado de un crecimiento de China algo más dinámico que lo previsto y estimado también en el *WEO*. Al respecto, señala que se ha revisado en detalle lo que el *WEO* está planteando en materia de crecimiento para Estados Unidos, concluyéndose que las razones fundamentales de su visión más pesimista están asociadas a que el consumo es más débil que el *Consensus Forecasts*, y ella derivada, a su vez, de la visión del Fondo Monetario Internacional de que existe una necesidad de desapalancamiento algo mayor de parte de las familias, que es coherente con la preocupación de los déficit de cuenta corriente o desequilibrios globales. Añade que el segundo elemento que



explica ese pesimismo dice relación con la inversión, que también es más negativa que el *Consensus Forecasts*, debido a un sistema financiero que no opera de la manera que este último está estimando para el año 2010 y a las dificultades de financiamiento para el próximo año.

En materia de inflación, el señor Sergio Lehmann hace presente que los registros *spot* continúan cayendo, mientras que las expectativas se han estabilizado para el año 2010, salvo en Asia, donde han aumentado.

Respecto de los precios de las viviendas en Estados Unidos, el señor Lehmann menciona que el índice *Case-Shiller 10*, que es el que habitualmente se sigue para estos efectos, tuvo un registro positivo en el último mes, el cual fue leído con optimismo tras la importante caída que se verificó a partir del año 2006. Asimismo, explica que para completar el análisis, se revisó la evolución de los precios de las propiedades comerciales, la que da cuenta de un aumento algo más tardío que en el caso de las viviendas de familias, y que el último dato sigue siendo negativo, a diferencia de lo experimentado por los precios de las viviendas. En otras economías, en tanto, luego de registrarse caídas relativamente importantes, se observan algunas recuperaciones, particularmente en el caso del Reino Unido y Nueva Zelanda, pero, en general, las caídas de precios se han atenuado.

El señor Gerente, refiriéndose a las primas por liquidez, indica que han continuado disminuyendo, pero que aún no alcanzan los niveles previos a la crisis. Destaca particularmente la caída sostenida del *Spread Libor-OIS* a seis meses, no obstante lo cual también está aún muy por encima de los niveles precrisis. Al respecto, manifiesta que a pesar de que se podría entender que detrás de estas operaciones hay una suerte de garantía estatal derivada de los aportes de capital que ha hecho el Fisco en los principales bancos, los *spreads* siguen por encima de los registrados a inicios del año 2007. Asimismo, agrega que las primas por riesgo han continuado cayendo desde la última Reunión de Política Monetaria, subrayando que en el caso de aquellas a un mes están en niveles bastante similares a los observados antes de la crisis. Luego, respondiendo unas consultas de los Consejeros señores Manuel Marfán y Sebastián Claro, informa que, antes de la crisis, lo normal era que el premio entre la Libor y la Tasa de Política Monetaria fuera de 20 puntos base, aproximadamente.

A continuación, el señor Sergio Lehmann comenta que las pendientes de las curvas de rendimiento se muestran relativamente estables en la mayoría de las economías seleccionadas. Destaca el caso de Chile, que registra una menor pendiente, y el de Israel, cuya pendiente aumenta, fundamentalmente por el comienzo del retiro del estímulo monetario y, en menor medida, por su decisión de suspender las compras de bonos del gobierno.

Respecto de las paridades, el señor Lehmann señala que, en agosto, la mayoría de las monedas se apreciaron levemente respecto del dólar, tanto en términos nominales como reales.

Los mercados bursátiles, prosigue, registraron vaivenes durante el último mes y se mantienen relativamente estables luego de los aumentos experimentados en los últimos meses; de hecho, estos finalizaron agosto en un nivel similar al del cierre del mes anterior. Añade que los movimientos de las bolsas de las economías emergentes están bastante correlacionados con los movimientos de flujos de capitales totales, explicando que estos aumentaron de forma importante en el segundo trimestre de este año por la entrada de capitales hacia economías emergentes por un monto relativamente significativo, y que la estabilidad de las bolsas en las últimas semanas está asociada también a movimientos de capitales bastante más acotados.



El señor Gerente menciona que las emisiones de bonos han mantenido cierto dinamismo, destacando particularmente el aumento de las emisiones de bonos corporativos. Por región, la situación está bastante balanceada y quizás algo más marcada en los países de Europa emergente y más limitada en América Latina.

Respecto de los *commodities*, el señor Sergio Lehmann plantea que los movimientos son mixtos y volátiles. Ello es algo más patente en el caso del molibdeno, que varía bastante mes a mes, porque, en general, hay pocas transacciones en el mercado. Subraya las caídas importantes del trigo y aquellas algo más acotadas en el caso del petróleo, mientras que el precio del cobre ha aumentado 3% respecto de la última Reunión. Agrega que durante las primeras horas de la jornada se supo de importantes aumentos en los precios de los *commodities*, por lo que si se considerara dicha información, los movimientos serían algo más marcados. Los agregados estarían en torno a 7%, complementa.

El señor Lehmann informa que los mercados de combustibles se han ajustado levemente al alza. Respecto del cobre, reitera que su precio ha aumentado en torno a 3% y que la mayor confianza empresarial respecto de la demanda futura de este metal ha compensado el aumento de los inventarios en el último mes.

El Presidente De Gregorio consulta por el nivel normal de los inventarios en el mercado del cobre, respondiendo el señor Lehmann que estos han bordeado las 200 mil toneladas métricas, lo que es históricamente bajo en relación con lo observado en la primera mitad de esta década y en los 90, cuando eran cercanos a 600 mil toneladas métricas. De hecho, añade, luego de una caída, llegaron a ese nivel a principios de año, y ahora no hay certeza sobre cuál será el nivel de estabilidad.

Para finalizar, el señor Gerente de Análisis Internacional menciona las principales proyecciones de los precios de los *commodities* para el 2009. Respecto del cobre, indica que es algo más alta respecto de un mes atrás, mientras que para el año 2010 no hay cambios significativos, proyectándose que alcanzará a 256 centavos de dólar la libra. En el caso de petróleo y gasolina tampoco se observan cambios importantes.

El señor Presidente agradece al señor Sergio Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, manifiesta que pocas veces ha observado tanta dispersión en las proyecciones de crecimiento de la economía mundial. Menciona que el *WEO* proyecta un crecimiento para los Estados Unidos de 1,2% para el próximo año, el Banco estima que será de 2,3% y un banco de inversión proyecta un 3,2%. Agrega que la dispersión es aun mayor respecto de la Zona Euro, ya que el *WEO* proyecta 0,0%, el Banco 0,6% y un banco de inversión bastante prestigioso, 2,7%.

Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán señala tener la impresión de que hay dos escenarios distintos. Por un lado, un grupo de proyecciones tiene como escenario una salida persistente de la situación actual, que es acorde con las altas tasas de crecimiento, mientras que hay otros que tienen la hipótesis de la W, la que es absolutamente bimodal. Luego, la dispersión no es que sea una campana muy aplanada, sino que más bien hay dos distribuciones distintas que están superpuestas. Entonces, si las proyecciones del Banco están en el medio, implica que no está de acuerdo con ninguna de las dos.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece los comentarios y solicita al Gerente Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, que exponga la información relativa al escenario interno.



El señor Claudio Soto da inicio a su exposición, mencionando que el dato del Imacec, de -2,7%, estuvo más o menos en línea con lo proyectado, recalcando que por tercer mes consecutivo se tuvo una variación positiva mes a mes en la serie desestacionalizada. Agrega que, en el margen, su variación fue de 0,4%, algo menor que el 0,8% registrado el mes anterior, pero que, de todas formas, se puede afirmar que las cifras son positivas.

El señor Soto destaca que en términos sectoriales se ven rebotes importantes en el caso de la producción industrial destinada a inversión y en comercio mayorista. Explica que el comercio minorista también registra un aumento, pero una leve moderación en los últimos meses si se incluyen los automóviles, producto de la desaceleración en el crecimiento de sus ventas.

Por el lado de la construcción, el señor Gerente informa que los indicadores de despacho de cemento son positivos, mientras que el de despacho de permisos de edificación, conocido en los días previos, muestra un cierto retroceso, a diferencia del fuerte aumento del mes anterior.

En cuanto a las velocidades, el señor Claudio Soto manifiesta que el comercio experimenta variaciones positivas por tercer mes consecutivo, mientras que la industria solo en los últimos dos meses, añadiendo que, hasta ahora, estas variaciones, si bien son del orden de 20%, no son de una magnitud extremadamente significativa si se las compara con los registros históricos.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala a continuación que las expectativas de los consumidores han seguido aumentando y que el indicador coincidente de consumo muestra un aumento bastante relevante en el margen, sobre todo en lo referente a consumo de bienes habituales, comentando que dicho indicador está más bien estancado, básicamente por lo que está aconteciendo con la venta de automóviles.

En el caso de las importaciones de bienes de consumo, que en el mes anterior habían registrado un repunte también significativo, indica que continúan altas en relación con las cifras del presente año, pero algo menos dinámicas que en el mes pasado. Al respecto, el señor Vicepresidente hace presente que la huelga de Aduanas pudo haber afectado esos datos, a lo cual el señor Soto aclara que, en materia de importaciones, siempre hay bastante volatilidad, debiendo subrayarse que los últimos datos son claramente mejores que los observados a comienzos de año.

En materia de percepción de los empresarios, el señor Claudio Soto hace hincapié en que es importante hacer la distinción entre la percepción de la situación actual y aquella de lo que ocurrirá en seis meses más. En cuanto a la primera, indica que si bien ha mejorado levemente, sigue en terreno negativo, mientras que la percepción de lo que va a acontecer dentro de seis meses ha aumentado significativamente y está en niveles comparables con los observados antes de la crisis, incluso por sobre los imperantes en el año 2007.

El señor Gerente, refiriéndose a las importaciones de bienes de capital, precisa que el retroceso que se advierte en los últimos meses no significa que haya un signo de inflexión, sino que se debe al rebote importante del año pasado, que obedeció a importaciones de turbinas y de generadores eléctricos bastante puntuales, las que no debieran repetirse en adelante.



Añade que los indicadores sobre percepción de inventarios, si bien aún están por sobre lo deseado y algo por encima de lo observado durante el 2008, han continuado cayendo y están bastante cerca de los promedios históricos, agregando que la proyección contempla que la desacumulación de existencias se atenuará bastante de aquí a fines de año.

Al proseguir con su exposición, el Gerente de Análisis Macroeconómico plantea que se espera un IMACEC en torno a -1% para agosto y de -0,4% si se consideran los modelos que ocupan energía. El Banco, explica, es algo más conservador, por lo que está proyectando que este índice será algo menos que -1% para ese mes. La velocidad, en tanto, es de 0,4% aproximadamente, lo que está en línea con la velocidad del mes en curso. Con esto, se proyecta un crecimiento de -1,6% para el tercer trimestre, con una proyección al alza respecto de la Reunión pasada de los componentes resto, fundamentalmente comercio. Al respecto, reitera que el comercio mayorista está creciendo de manera bastante acelerada y que también hay una corrección al alza en la industria, lo que está compensando en parte con lo que ocurre principalmente en la minería, sector que ha tenido un comportamiento bastante más negativo que el que se había previsto hasta ahora. Sin embargo, se está anticipando un rebote en dicho sector hacia el cuarto trimestre y también se esperan mejores resultados por la dinámica que se están observando en los sectores reales.

Respecto de la velocidad, el señor Presidente señala entender que se han tenido variaciones trimestrales negativas durante cuatro trimestres seguidos, es decir, a partir del segundo del 2008, a lo cual el señor Claudio Soto menciona que el -1,6% corresponde a una variación positiva del orden de 6%.

Por el lado de la demanda, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico informa que hay una acumulación de existencias que se va corrigiendo de aquí hacia fines del horizonte. Recalca que en el presente trimestre se produce una desacumulación de existencias respecto del PIB más intensa, estimándose que esta sería menos aguda de aquí en adelante.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta qué ocurre con la demanda interna sin la variación de existencias. El señor Claudio Soto explica que, de acuerdo con la proyección del Banco, consumo e inversión están creciendo -1,7% y el consumo privado 0%. Indica que el consumo durable está creciendo de manera muy dinámica, que el consumo habitual no se desaceleró tanto y que la inversión está menos negativa que lo que se había considerado en julio, en parte por lo que se está observando con las importaciones de maquinarias y equipos, que están bastante más dinámicas que en el trimestre anterior.

En cuanto a las velocidades para formación bruta, el señor Soto hace presente que estas son de 34% aproximadamente para el tercer trimestre y de 13% para el cuarto, y en el caso de consumo, de 1,2 y 1,7%, respectivamente. Menciona que las velocidades más negativas de consumo se registraron en el cuarto trimestre del 2008, cuando se produjo el desplome de durables y ellas alcanzaron a -9%, y que de ahí en adelante fueron de alrededor de 0%, por lo que no se puede esperar que la recuperación sea muy rápida. En el caso de la inversión, las velocidades fueron de -25% en el cuarto trimestre del 2008 y de -35% en el primero de este año, por lo que si bien una velocidad de 24% es alta, recupera parcialmente lo perdido desde fines del 2008 hasta comienzos de este año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico destaca luego la importante corrección que están registrando las exportaciones, explicada básicamente por lo que está ocurriendo con La Escondida, por lo que se espera más demanda interna y menos demanda externa. Las exportaciones industriales, en cambio, son algo menos dinámicas que lo proyectado. Aclara que las proyecciones consideran salmón y que hace dos o tres meses atrás ya se incorporó un ajuste importante a la baja en toda la proyección en adelante.



Respecto del dato de desempleo, el señor Gerente informa que este fue de 10,8%, algo superior al del trimestre móvil anterior, que había sido de 10,7%. Añade que, en términos desestacionalizados y con una tasa de variación anual del empleo de -1,6% y un crecimiento de la fuerza de trabajo de 1,1%, la tasa llega a 10,1%. Lo interesante, recalca, es que, en el margen, se ven velocidades cercanas a cero para el empleo, es decir, que el empleo deja de caer en el margen, fundamentalmente porque el de cuenta propia está compensando la caída del empleo asalariado.

En cuanto a la evolución de los salarios, continúa, se observa un leve repunte en el margen en los CMO y en el IREM, y que este es aun mayor si se incluyen los sectores X, que son los sectores resto. De esta manera, las variaciones anuales de los salarios reales siguen creciendo y, medidos de acuerdo con los patrones de producción pasada, están en niveles comparables con los observados entre el 2004 y el 2007.

Al respecto, el Consejero señor Sebastián Claro comenta que la evolución de los salarios reales se relaciona claramente con la caída muy fuerte de la inflación y con los procesos de indexación de los salarios nominales, los que han seguido reajustándose. Sobre esta materia, consulta si ello se debe a un efecto cíclico, que debiera estar contribuyendo, en la práctica, a un menor aumento de los salarios reales o, eventualmente, a una caída. Asimismo, dado que su impresión es que ello está dominado por el fenómeno de la evolución de la inflación y que se debiera observar una presión a un menor aumento de los salarios reales por la situación cíclica, pregunta si hay una evaluación respecto de eso.

El señor Claudio Soto responde que se llevó a cabo una investigación, en la que se compara el nivel de los salarios reales y se hace un ejercicio contrafactual para determinar qué es lo que habría pasado si los salarios reales se hubieran mantenido a un patrón de tendencia de 2007, observándose la fuerte caída de los salarios reales con el *shock* inflacionario registrado desde mediados de 2007. Lo que ha pasado hasta ahora, explica, es una recuperación de los salarios reales hacia un nivel coherente con esa trayectoria de tendencia. En resumen, entonces, hubo una caída fuerte en los salarios reales, luego una cierta recuperación, pero todavía, en el margen, estos están por debajo de lo que se hubiera predicho si hubieran seguido con esa trayectoria. Agrega que el *timing* de ello es mucho más difícil de evaluar. Los salarios reales disminuyeron antes de que se produjera la caída en la actividad y en el empleo, concluye.

El Presidente De Gregorio menciona que las variaciones anuales de los salarios nominales están cayendo y lo que ocurre es que la inflación ha caído mucho más rápido. Además, la inflación que disminuye no corresponde a precios de productores, sino que a ítems bien específicos, como la electricidad, la que aumentaría la demanda por trabajo. En razón de ello, sostiene que resulta complicada la interpretación.

El Consejero señor Claro manifiesta que lo mismo ocurre con el ciclo opuesto, ya que si el aumento de la inflación estuvo muy afectado por la electricidad y por el petróleo, la caída de los salarios reales no fue necesariamente tal. Señala que su punto al respecto es que más allá de la evolución que está registrando el salario real, este está principalmente dominado por la evolución de la inflación, independiente de si se deflacta por el IPC o por alguna medida un poco más depurada de precios. Además, dice no saber si se ha efectuado alguna evaluación respecto de que, dados la brecha de productos y el nivel de desempleo, se debiera ver cierta evolución en los salarios reales. Dicho lo anterior, consulta si algún análisis indica que los salarios reales están permaneciendo elevados o si se observa alguna reacción.



En opinión del Gerente de División de Estudios, señor Pablo García, más que por los salarios reales, que están determinados por lo que ocurre con la inflación, cabe preguntarse si los salarios nominales están moviéndose por las cláusulas habituales más un extra, reflejando la situación cíclica. Al respecto, plantea que la variación de los salarios es consistente con la dinámica de la inflación. En el largo plazo, si se suponen los salarios reales constantes, eso debiese ser igual a 3%; en cambio, se ha observado que ha estado por debajo de 3% desde principios del año 2008. Agrega que más allá que estos hayan subido últimamente, los movimientos de los salarios nominales no han capturado en su totalidad lo que ha sido la evolución de la inflación. Una hipótesis es que justamente están reflejando, en parte, lo que ha sido una situación cíclica más débil; de hecho, los salarios nominales hacia fines del año pasado no capturaron el último rebote inflacionario que hubo, ya que nunca se produjo una subida de salarios nominales de 11 ó 12%, que es lo que perfectamente se podría haber predicho con las inflaciones imperantes en ese entonces. Sin embargo, ello no ocurrió, sino que se produjo un quiebre en la medida de los mismos. Ahora último, estos están acelerándose y mostrando una dinámica quizás mayor. Añade que no se sabe cuánto de eso es un problema en términos de los salarios reales en su nivel o cuánto es un problema de que el ciclo está cambiando, pero, en promedio, se puede decir que en el último año sí hay una gran dinámica de tasas nominales que ha capturado el efecto cíclico.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta no saber si lo que ha pasado ha sido bueno o malo, advirtiendo que hay que tener cuidado en la interpretación, ya que la indexación no es instantánea. Por lo tanto, cambios en la inflación para arriba o para abajo tienden a tener un efecto en el salario real no anticipado. Señala que si él tuviese que inclinarse por que la moderación o el crecimiento del salario real a fines del año pasado fue originado por la brecha de demanda o por una sorpresa inflacionaria, lo haría por la segunda, es decir, a que la indexación no fue lo suficientemente rápida cuando se pasó de una inflación en doce meses del 10%. Si ello es así, la visión que se tiene para adelante respecto de lo que ocurrirá con el salario real y algo con el empleo es pesimista, porque si el comportamiento real es poco sensible al ciclo y se mueve más bien por rezagos de la inflación, y la inflación de ahora en adelante es más o menos predecible, entonces hay una posibilidad bastante alta de que el escenario real se quede más alto de lo que se desearía, para bajar rápidamente la tasa de desempleo. Expresa que esa sería su hipótesis base, agregando que sería ideal que ello fuera en otra dirección, pero es difícil imaginarlo.

El Consejero señor Marfán señala que, de todas maneras, los salarios tienden a converger a la evolución de la productividad en el largo plazo, a lo que el señor Ministro agrega que el problema es si el largo plazo son doce meses o doce años, ya que el salario real quedó sorprendentemente alto y la tasa de desempleo quedó sorprendentemente alta también por un período muy largo, por una década.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, mencionando que la inflación del IPC fue de -0,4%, la del IPCX, de -0,6%, la del IPCX1 de 0% y la inflación sin alimentos y energía, de -0,1%. Con ello, la variación anual del IPC llegó a -1%. Destaca que hubo dos sorpresas importantes respecto de lo proyectado: primero, se esperaba una variación levemente positiva de las tarifas eléctricas y su variación fue de -18%, aproximadamente, lo cual tuvo una incidencia de casi medio punto de inflación; segundo, se contemplaba que el vestuario podía seguir cayendo y subió 5%, aproximadamente, que incidió en casi cuatro puntos en la inflación. De hecho, indica que el IPCX1 fue algo más alto que lo proyectado, ya que se estimó que sería -0,3% y fue 0%, y en el caso del IPCX, que constituyó la sorpresa más importante, el Banco proyectaba -0,2% y fue -0,6%.



En cuanto a la tarifa eléctrica, el señor Claudio Soto explica que en noviembre se fijará el precio de nudo. Al respecto, el supuesto de trabajo es que experimentará un alza producto de lo que ha estado ocurriendo fundamentalmente con el precio del petróleo.

Respecto de la caída de 18% en la tarifa eléctrica, el señor Soto señala que se debió fundamentalmente a la reliquidación de la fijación del precio de nudo de abril, y que durante mayo y junio estuvo por sobre lo que debió haber estado, por lo que la diferencia debió devolverse a los clientes. Agrega que la Gerencia supo que la devolución se habría concretado en julio, porque ese mes se observó efectivamente una baja en la tarifa eléctrica; no obstante, precisa que el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) está informando que la tarifa de agosto fue la que reflejó esta reliquidación. Luego, la fuerte caída debiera devolverse a 15%, según cálculos algo más conservadores, considerando que la fijación del precio de nudo no cambiará la tarifa y desestimando estos movimientos por el término de la cuota del valor agregado. En resumen, se está suponiendo que la tarifa eléctrica no aumenta ni se reduce por la fijación del precio de nudo, mientras que sí se esperaría una caída en abril del próximo año, ya que habrá una nueva fijación de precios, con costos marginales que, se espera, sean más bajos en ese momento.

El señor Ministro de Hacienda consulta si el Banco contrasta sus proyecciones con las que hace el INE. El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, responde que la proyección del Banco se basó en lo informado por la Comisión Nacional de Energía (CNE) en cuanto a que la devolución a los clientes era de 5%, aproximadamente.

En relación con la inflación del IPC, el Consejero señor Claro recuerda que, en algún momento, se discutió que el mercado estaba más cerca de -0,2% ó de -0,4%, por lo que consulta si el tema eléctrico también fue una sorpresa.

El señor Claudio Soto responde que algunos analistas sí lo habían considerado y que muchos, al igual que el Banco, proyectaban un 0%. Otros, en cambio, estimaban un -0,4%, es decir, sí lo habían considerado. Añade que si se revisa el informe de la CNE, la impresión es que la reducción fue mayor que lo que debió haber sido, porque una cosa es la reducción del precio de nudo, que fue de -8,4% según el INE en su registro pasado, y otra es lo que debió haberse reflejado en las boletas. De acuerdo con el propio informe de la CNE, debió haber sido menor, de -5%. Entonces, ese tipo de discrepancia hace pensar que la estimación del Banco no estaba tan desviada, concluye.

Respecto del precio del vestuario, el señor Gerente indica que hay mucha incertidumbre, ya que hay dos cosas que están afectando su inmunidad: la propia crisis y la caída en el consumo y, por otra parte, el patrón estacional, del cual no se tienen antecedentes. Explica que en la proyección se considera un supuesto más bien conservador, algo más en línea con la de la Reunión pasada, esto es, con variaciones mensuales positivas en los próximos meses, pero no muy significativas, y nuevas caídas de precios en enero producto de la liquidación de temporada.

Lo anterior, más los supuestos de precios de combustibles, que son algo al alza respecto de la Reunión pasada, llevan a mantener bastante inalterada la proyección hacia diciembre y enero próximos, en tanto que, de acuerdo con las estimaciones, sí se observará una volatilidad puntual de la inflación el próximo mes, principalmente por la devolución de la reliquidación de la tarifa eléctrica ya comentada. Asimismo, agrega que se considera que en enero se revierte el impuesto de timbres y estampillas, lo que quedará reflejado en el IPC de ese mes, de acuerdo con la metodología del INE.



El Gerente de Análisis Macroeconómico continúa su presentación refiriéndose a los mercados financieros. Al respecto, menciona que desde la última Reunión se han apreciado reducciones en las tasas reales, sobre todo en las de los BCU2 y BCU5, mientras que las tasas nominales se han movido en la dirección opuesta, específicamente las de los BCP2 y BCP5. En cuanto a la pendiente de la curva, indica que la de los bonos nominales no se ha movido de manera importante respecto de la última Reunión, debido a que los movimientos de los BCP2 y el BCP5 han sido bastante en paralelo.

Por su parte, las tasas de colocación comerciales y de consumo a distintos plazos han continuado reduciéndose, en general, mientras que las tasas hipotecarias se han mostrado algo más estables, sobre todo las de los créditos hipotecarios, que son las más relevantes para este segmento de colocaciones.

Respecto de los *spreads*, el señor Claudio Soto informa que si bien estos han caído de manera importante, especialmente aquellos a plazos más cortos, están aún por sobre lo que se busca como promedio entre los años 2001 y 2007. En relación con datos históricos, con toda la volatilidad que ellos tienen, están en niveles comparables. Sin embargo, respecto de los plazos más cortos, que es lo relevante, aún están por sobre los niveles deseados.

Respecto de los *spreads*, el Consejero señor Claro estima que es difícil esperar que tiendan a converger, aun en tiempos normales, a lo que se vio entre los años 2001 y 2005, período en que estos fueron muy bajos no solo en Chile, sino que en el mundo. El Consejero señor Marshall coincide con el señor Claro, manifestando que es bastante difícil pensar que los *spreads* vuelvan a los niveles de los 2000. En esa época, explica, la banca chilena constituyó muy pocas provisiones, es decir, trabajó con un escenario extremadamente positivo. Actualmente, todas las regulaciones están apuntando a exigir a los bancos que provisionen más, producto de una visión más anticíclica. Advierte que eso hay que incorporarlo, ya que no es solo una percepción teórica; es un impacto, un resultado real, de manera que va a estar presionando por un tiempo. Añade que quizás se podría sostener que la banca podría jugar levemente por breve plazo, pero dado que esta palabra resulta compleja e imprudente, entonces hay que normalizarlo, lo que impone una presión a los *spreads* durante un período no muy corto.

En comparación con lo que ocurre en el exterior, el Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan comenta que hay un factor que sí es común entre Chile y la situación financiera internacional, que es la percepción de que ha habido una gran moderación macro. En ese sentido, conforme los *spreads* son la respuesta endógena a la percepción del riesgo, lo que pasó en el extranjero en cuanto a que se había solucionado la volatilidad es algo que internamente también podría haber sido recogido.

El Consejero señor Marfán se refiere a los datos que indican que el *spread* fue de alrededor de 750 puntos base en los noventa, y que ahora está en 1.250 puntos base, nivel este último que pudiera ser una normalidad con las nuevas regulaciones. En su opinión, esos *spreads* son gigantescos, incluso en condiciones normales. Señala que en el otro caso, que podría denominarse "en condiciones de los 2000", el *spread* habría sido 250 puntos base y en estos momentos es de 400 puntos base. Luego, indica que le gustaría conocer cómo es en otros países de similar nivel de desarrollo financiero que el nuestro o en países desarrollados que están en crisis financiera, de tal forma de saber qué es lo normal. Para finalizar, declara preferir como *benchmark* algo más histórico que una noción no calculada y estimada respecto de qué es lo normal.

El señor Enrique Marshall manifiesta que se ha referido a que los *spreads* tienen que cubrir no solo los riesgos, sino que una serie de costos y los gastos operacionales. Agrega



que si se analiza lo que hicieron los bancos en materia de constitución de reservas para cubrir y cobrar durante los noventa, se puede concluir que se fueron a niveles extraordinariamente bajos, por debajo de 1%, lo que es difícil de sostener y constituye, en su opinión, "un cierto comportamiento imprudente". Añade que la crisis sorprendió a los bancos con reservas por incumplimiento por debajo de ese 1%, y que si se hubiese tenido un modelo anticíclico, jamás se debería haber llegado a esos niveles.

El Asesor del Ministro de Hacienda, señor Igal Magendzo, sostiene que otro *spread* interesante es con respecto a la TPM, sobre todo en la actual coyuntura, porque entiende que a esos plazos los bancos se pueden fondear también en el Banco Central. Comenta, asimismo, que, a su juicio, es indudable que los *spreads* comentados son muy altos.

Al respecto, el señor Kevin Cowan, hace presente que los *spreads* de los préstamos comerciales de la banca chilena han sido similares a los de los países desarrollados entre los años 2007 y 2009. Informa que en el caso de los préstamos de consumo, los *spreads* son significativamente más altos que en países desarrollados, pero más bajos o similares que en países emergentes, y que hay una correlación bastante fuerte entre volatilidad macro y ese *spread*, pensando que ese es el factor de riesgo.

El señor Presidente, sosteniendo que la rentabilidad de los bancos en Chile, de entre 15 y 18%, es mucho más alta que en la gran mayoría de otros países y que los *spreads* son parecidos a nivel comercial, que es donde está el grueso del negocio, consulta de dónde provienen las utilidades, y si es acaso de sus actividades de tesorería.

Al respecto, el señor Cowan señala que hay que tener presente que, en general, las rentabilidades en las economías emergentes son más volátiles y altas. Concuere da con que la economía se ha desarrollado ahora y que está en un período de volatilidad, pero que también hay riesgos que deben ser considerados y que, históricamente, ha sido una economía más volátil, por lo que se esperarían retornos más altos. En su opinión, respecto de los préstamos comerciales, hay que incorporar la mezcla de clientes que hay en Chile, que difiere mucho de lo que hay en países desarrollados. En Chile, la banca le presta a empresas grandes, como Copec, hasta a una pyme; en Estados Unidos, en cambio, los destinatarios de las colocaciones son pequeñas y medianas empresas.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, mencionando que en la Reunión pasada se había mostrado una mejora del sistema bancario y que el Banco del Estado, en general, había bajado las tasas en forma más intensa que el resto. Ahora, en cambio, sus tasas de colocaciones han registrado un repunte por sobre las que ofrece el sistema, tanto en las comerciales de 30 y 90 días como en las de consumo a más de tres años, y ha continuado ganando participación, sobre todo en las colocaciones comerciales y de consumo, no así en el caso de las hipotecarias, dado que está apuntando hacia segmentos distintos.

El Presidente señor De Gregorio manifiesta entender que la mayor parte de los créditos comerciales del Banco del Estado se destinan a empresas grandes, radicando allí las grandes ganancias de mercado. El Ministro señor Velasco explica que el comportamiento de las colocaciones comerciales de dicha empresa bancaria es bastante distinto por el segmento que cubre. El Banco del Estado ha ganado en las grandes empresas y en las medianas y se ha mantenido igual en las pequeñas. En las micro también ha ganado, pero estas no pesan en la ponderación total. Este, añade, históricamente ha tenido una cartera muy grande de clientes micro y una cartera grande de clientes medianos y grandes, no así una cartera de clientes pequeños, que, por mucho que se desee, no se adquiere fácilmente.



A continuación, el Gerente de Análisis Macroeconómico, en respuesta a una pregunta que hizo el Ministro en la Reunión pasada, presenta un gráfico con distintas medidas de tasas reales, considerando las tasas nominales a un año y las expectativas de inflación a un año, calculadas a través de la encuesta de expectativas, de lo que entrega el IMCE y lo proveniente de las encuestas de las mesas operadoras de dinero. Al respecto, indica que una estimación realizada a partir de la encuesta del IPEC y lo que se obtiene de la curva *swap*, y ello comparado, además, con las tasas, se observa que estas han bajado y están por debajo del nivel alcanzado a mediados del 2008, como también por debajo las tasas de mediados del 2005 en adelante. En el caso de las tasas de colocaciones de los créditos de consumo, por el contrario, las tasas han caído desde fines del año pasado, pero superan los niveles previos.

Respecto de las colocaciones, el señor Claudio Soto señala que los datos no reflejan movimientos relevantes en el margen. Las colocaciones comerciales aún exhiben caídas, las de consumo permanecen prácticamente estables, mientras que las colocaciones de comercio exterior han registrado bastante volatilidad en los últimos datos. Por regla general, las operaciones mensuales son más bien negativas o cercanas a cero. Las únicas que todavía han mostrado cierto dinamismo en el margen son las colocaciones hipotecarias y medidas en UF. Si bien estas siguen teniendo variaciones mensuales positivas, son variaciones mensuales más bajas que las observadas antes de que se desatara la crisis.

El Gerente de División de Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, sostiene que se podría concluir que *spreads* más pequeños con colocaciones estancadas obedecen a un problema de demanda, lo que no es tan así, porque los bancos podrían establecer otras restricciones distintas al *spread*. De hecho, podrían estar fuera de ese *spread*, que ha estado cayendo en todos los sectores que son riesgosos, como la construcción, por ejemplo. Agrega tener antecedentes de que, en realidad, los bancos han puesto muchas más restricciones para otorgar líneas de crédito, más dificultades para otorgar créditos o solicitan más garantías para las boletas de garantía. Es decir, no es problema de demanda, consulta el señor Presidente, a lo cual el señor de Ramón manifiesta que no se puede concluir, necesariamente, que *spreads* más bajos y colocaciones estancadas sea un problema de demanda. Podría ser que subsistan los problemas de oferta de los bancos, que solamente han abierto líneas a algunos sectores.

El Consejero señor Marshall aclara que la Superintendencia de Bancos entregó una cifra hace un par de semanas que mostraba una cierta estabilización en el margen, lo cual es confirmado por el señor Claudio Soto.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta qué parte de la contracción de las colocaciones se debe a una contracción en el tamaño de los balances de los bancos y qué proporción a un cambio en la composición de sus activos. Señala que es importante saber cuál es la fuerza dominante, ya que, en su opinión, la salida es mucho más rápida si lo que se está observando es un cambio en composición hacia posiciones mucho más líquidas. Al respecto, el Gerente de División señor Cowan responde que, dado que los depósitos han seguido creciendo durante el presente ciclo, por construcción hay una mayor fracción de activos líquidos.

En materia de tipo de cambio, el Gerente señor Claudio Soto hace presente que se ha estado depreciando respecto de la Reunión pasada, a pesar del aumento experimentado por el precio del cobre. La bolsa chilena, en tanto, se ha corregido en relación con otras bolsas latinoamericanas y mundiales. Los agregados monetarios, por su parte, han crecido a tasas relevantes, especialmente el M1 y M2, pero a tasas menores que los agregados más líquidos. Respecto de las expectativas de mercado, la encuesta será dada a conocer al día siguiente.



Respecto de las expectativas de inflación, el señor Soto indica que se observa un significativo aumento en las compensaciones, lo cual, a juicio del señor Presidente, es muy curioso de analizar, ya que se venía de un período anterior al año 2007, en el que todas las compensaciones se movían en torno a 3%, y hoy día la volatilidad ha persistido por dos años, lo que no resulta ser expectativa inflacionaria. El señor Cowan explica que ello se debe a la incertidumbre con respecto al dato y a que han salido actores, especialmente en Nueva York. El señor Soto agrega que la encuesta indica que no ha cambiado mucho la percepción inflacionaria para adelante.

Respecto de la compensación inflacionaria *forward swap* uno en uno, el Gerente señor Claudio Soto señala que registra bastante volatilidad y un cierto repunte en la últimas cuatro observaciones.

Para finalizar, el Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que las expectativas para la TPM subieron marginalmente respecto de la última Reunión y se mantienen claramente por debajo de lo que se tenía en julio y muy alineadas con lo que se puede desprender de las expectativas hasta agosto. Advierte que la curva se va a mover con el dato de proyección que saldrá durante la presente jornada, por lo que su comportamiento va a depender de cómo sea interpretado por el mercado, ya que dicho dato es bastante ruidoso. Una lectura es que mayores precios de vestuario podrían ser interpretados como un indicador de más inflación, mientras que si la población se queda solamente con el dato de la tarifa eléctrica y ve que este es persistente, puede ser un indicador de menor inflación.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 143, incorporándose a ella la Subsecretaria de Hacienda, señora María Olivia Recart, en reemplazo del señor Ministro de Hacienda.

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 que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y continuar aplicando las medidas complementarias adoptadas en la Reunión de julio.

A continuación, el señor Pablo García da cuenta de las principales noticias desde la última Reunión, mencionando, en primer término, que en el ámbito externo las perspectivas de un mejor entorno de crecimiento han tendido a asentarse. Agrega que, si bien los mercados accionarios como los precios de *commodities* han exhibido fluctuaciones, los niveles actuales no difieren de manera muy significativa de los registros alcanzados en la última RPM. Las primas por riesgo crediticio, por su parte, no han continuado disminuyendo.

A nivel local, las noticias de actividad han llevado a revisar levemente al alza las perspectivas de crecimiento para el tercer trimestre, lo que junto con la primera proyección de corto plazo para el último cuarto del año hacen prever que el PIB caerá 1,7% en el 2009. Aclara que esta proyección considera un repunte relevante del nivel de actividad en la segunda mitad del año, con velocidades anualizadas y desestacionalizadas del orden de 6,5% para el tercer y cuarto trimestres.

El señor Pablo García informa luego que la inflación del IPC estuvo por debajo de lo previsto en el mes de agosto, debido a fenómenos vinculados a tarifas eléctricas, que ocurren básicamente una sola vez. Las tendencias subyacentes, en cambio, muestran registros mayores que los previstos y el vestuario tuvo un incremento importante. El encuadre de



proyecciones de mediano plazo junto con las noticias recientes llevan a corregir en dos décimas a la baja la proyección de inflación a seis meses plazo, y las medidas de expectativas inflacionarias consideran perspectivas similares a las contempladas internamente.

El señor Pablo García señala, además, que las tasas de interés de mercado, particularmente las de consumo y comerciales, han continuado descendiendo, que las tasas en operaciones hipotecarias se mantuvieron estables, en tanto que el volumen de crédito no muestra un repunte todavía. El peso, por su parte, se depreció en términos reales y nominales.

Para finalizar con su reporte, el señor García menciona que, desde la última Reunión, la trayectoria de la TPM implícita en los precios de activos tuvo un levantamiento de entre 25 y 50 puntos base entre uno y dos años, sin deshacer, en todo caso, el ajuste a la baja luego de las medidas adoptadas en la RPM de julio.

A continuación, el señor Gerente de División expone las Opciones, planteando que, debido a que la presente RPM coincide con el cierre de las proyecciones de mediano plazo del *IPoM* de septiembre, el escenario base de ese *IPoM* surge naturalmente como elemento central para plantear las opciones de política monetaria, específicamente en lo que se refiere a la trayectoria de política y los riesgos asociados, los que sugieren que la opción más plausible para esta Reunión es la mantención de la actual instancia de política monetaria.

Al respecto, manifiesta que las proyecciones que se han discutido para configurar el escenario base consideran que la economía chilena mostrará un repunte relevante del PIB y de la demanda durante el segundo semestre de este año, alcanzando una expansión del orden de 5% durante el 2010. En este desempeño, destacan la conjunción del mejor escenario externo, el impulso de las políticas macroeconómicas y el efecto de la recuperación de las expectativas internas sobre algunos componentes más sensibles del gasto. Este ritmo de expansión permitirá una disminución de las holguras de capacidad, de manera que la inflación converja a la meta hacia fines del horizonte de política, con lo cual la inflación se mantendría en niveles reducidos durante todo el 2010, con una variación del IPC en torno a 1,5%, en promedio.

El señor García sostiene que este escenario de presiones inflacionarias reducidas es congruente con una normalización gradual del estímulo monetario a partir del segundo trimestre del próximo año, con una trayectoria similar a la implícita en la curva *forward*, razón por la cual parece natural plantear como una primera opción para esta Reunión la de mantener los instrumentos de política monetaria en sus condiciones actuales: la TPM en 0,5% y la FLAP a seis meses.

Advierte que en torno a este escenario base existen, como siempre, diversos riesgos: el repunte esperado del crecimiento global y la recuperación de las expectativas podrían sufrir un ajuste si no se continúan materializando cifras mejores en la coyuntura, particularmente en lo que se refiere al mercado laboral y la reducción de trabas en la intermediación crediticia a nivel global; y la trayectoria inflacionaria podría resultar menor que la prevista, tanto en Chile como en el mundo, y requerir un estímulo macroeconómico más prolongado que el previsto por el mercado en la actualidad.

Por otro lado, el señor Gerente de División indica que no se puede descartar un rebote más vigoroso de la actividad y la demanda local y global, de la mano de condiciones financieras e indicadores de confianza que sigan normalizándose con rapidez. Los desafíos que plantean los desbalances globales siguen presentes, por lo que movimientos abruptos en la valorización del dólar pueden tener efectos al alza en la inflación externa relevante para Chile y en los precios de los productos básicos.



Como es habitual, destaca los aspectos tácticos que pesan en la decisión de la presente Reunión. Por una parte, señala 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, la trayectoria de la TPM implícita en los precios de activos es muy similar a la contemplada en el escenario base del *IPoM*. Luego, ello indica que no hay antecedentes obvios que justifiquen tomar medidas que sorprendan al mercado.

Finalmente, el señor Pablo García plantea que se debe tomar en cuenta que la trayectoria implícita en los precios de activos financieros sugiere un inicio de la normalización monetaria hacia el segundo trimestre del año próximo. Ello implica, evidentemente, que en algún momento se habrán de considerar adaptaciones a la actual instancia de política monetaria, incluso si se materializa el escenario base de proyecciones del *IPoM* de septiembre. Sin embargo, dados los reducidos registros inflacionarios actuales, parece ser más complejo de enfrentar un escenario de menores presiones inflacionarias que las consideradas en el escenario base, por lo que no parece obvio plantear un sesgo en una u otra dirección en la actual Reunión.

Concluida la presentación de las Opciones por parte del Gerente de División de Estudios, y no habiendo comentarios de los demás asistentes, el Presidente señor De Gregorio da paso a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que las cifras de actividad van consolidando un escenario de recuperación de la actividad y que, acompañado de una consolidación de mejores expectativas, se presenta un escenario de recuperación a partir del segundo semestre del año que sugiere un quiebre en la tendencia de la actividad. La velocidad de recuperación, en tanto, sigue siendo incierta. Comenta que si bien hay componentes de la demanda interna que comienzan a mostrar dinamismo y que existe espacio para una recuperación dominada por factores internos, estima que la sostenibilidad de esta hacia mediano plazo dependerá fundamentalmente de la evolución de la demanda externa y de la economía internacional, sobre lo cual existe bastante incertidumbre.

Menciona que las cifras de inflación estuvieron por debajo de lo esperado internamente, aunque algo más cercanas a las esperadas por el mercado. El último dato, de hecho, está dominado por una caída importante en los precios de la electricidad, lo que es en parte transitorio y no afecta mayormente la tendencia de mediano plazo, mientras que las cifras de subyacentes son similares a las esperadas. Las proyecciones a mediano plazo, por su parte, confirman que la inflación debiera llegar a sus mínimos hacia fines de este año, para luego tener una gradual convergencia hacia el 3% en el año 2011, y distintas medidas de expectativas de inflación a diferentes plazos son coherentes con este diagnóstico. Recuerda que existen varios escenarios de riesgo que son tratados en el *IPoM*, y destaca, al igual que en la Reunión anterior, una cierta inquietud por la evolución futura del precio de los *commodities*, que, a pesar de que se han mantenido estables en las últimas semanas, siguen constituyendo un elemento de riesgo.

El Consejero señor Claro subraya que la evolución del mercado laboral es particularmente relevante en esta circunstancia. Las cifras de desempleo mostraron cierta estabilidad en su registro mensual, pero, a su juicio, es temprano todavía para establecer un quiebre de tendencia. Por el lado de los salarios, expresa que la rápida caída en la inflación y la indexación salarial han contribuido a un incremento importante en los salarios reales. Dada la debilidad de la actividad y los niveles de desempleo, se debiera comenzar a ver una tendencia a la corrección de estas alzas, mecanismo necesario para tener una recuperación con crecientes



niveles de empleo y sin presiones inflacionarias. En su opinión, en el transcurso de los próximos meses se deberá evaluar en detalle la evolución del mercado laboral y los salarios.

Respecto de los mercados financieros internos, manifiesta que estos funcionan con normalidad y no se observan anomalías en los mercados monetarios ni en los mercados de renta fija a mayores plazos. Destaca que es especialmente notoria la corrección en las tasas de papeles en pesos y en UF a dos años plazo, con alzas en las tasas nominales y caídas en las tasas reales. Respecto de la aplicación de la FLAP, indica que las tasas de captación a corto plazo se mantienen bajas, coherentes con las perspectivas de la TPM en sus niveles actuales por algunos meses, y que se siguen observando facilidades de liquidez por parte de los bancos bastante superiores al promedio histórico, lo que es coherente con un escenario de mayor percepción de riesgo, mayor liquidez en los portafolios de los bancos y menor provisión de crédito. A su parecer, en la medida que la incertidumbre caiga y se consoliden las mejores perspectivas, tanto las primas por riesgo como los excesos de liquidez de los bancos deberían ir disminuyendo.

Con todo, el Consejero señor Sebastián Claro estima que la situación no es muy distinta de la prevista, que las tendencias que se consolidan son las esperadas y que sigue siendo necesario mantener el estímulo monetario actual, razón por la cual vota por mantener la tasa en su nivel actual y por mantener la facilidad FLAP en sus condiciones actuales.

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

El señor Enrique Marshall señala que se llega a esta Reunión al finalizar el proceso de elaboración de un nuevo *IPoM*, por lo que se cuenta con un análisis más completo y con proyecciones más afinadas que las habituales.

En el frente externo, menciona que las noticias del último mes reafirman la visión de que se ha entrado en una fase de estabilización, por lo que la atención comienza a desplazarse gradualmente hacia temas relacionados con la salida de este cuadro y, sobre todo, con los riesgos que se visualizan en adelante.

Los mercados de valores, de crédito y materias primas, continúa, han consolidado la recuperación observada en el curso de este año, pero se muestran propensos a correcciones, debido a la incertidumbre prevaleciente. En esa perspectiva, un factor de riesgo para los mercados es el impacto que tendrá la normalización monetaria sobre los mercados financieros y cambiarios, en tanto que otro factor que despierta dudas es el vigor y la sustentabilidad de la recuperación en el mediano plazo. A ello se agrega la preocupación por el estado de salud de los sistemas financieros en los países desarrollados, ya que los bancos o, por lo menos, una fracción importante de ellos, siguen enfrentando un alto estrés por el deterioro de sus activos, principalmente como resultado de la recesión económica.

En el frente interno, plantea que los datos muestran un cuadro bastante más promisorio que el de la primera parte del año. En el mercado de crédito bancario, las tasas de interés se han seguido ajustando marginalmente, lo que sugiere que existiría espacio para nuevos recortes y que estos se materializarán a medida que la confianza de los agentes económicos y financieros se vaya afirmando. Los agregados de crédito, por su parte, que han exhibido un marcado debilitamiento en los últimos meses como resultado de factores tanto de oferta como de demanda, entregan incipientes señales de estabilización.

No obstante lo anterior, en su opinión, la banca sigue sometida a cierto grado de tensión o estrés, que se refleja en sus cuentas de resultados. En lo que va del año, precisa que



los bancos han constituido provisiones de cartera por una suma equivalente a US\$1.600 millones, lo que equivale a una inyección o más bien a una reposición del patrimonio económico del orden de 12% respecto de su actual nivel.

En lo que se refiere al mercado bancario, el señor Consejero estima que el principal desafío es mantener abierto y fluido el canal de crédito, subrayando que ello es particularmente crítico para la fase de recuperación de este ciclo.

Luego, el señor Enrique Marshall hace presente que las últimas cifras de demanda y actividad reafirman que la economía se habría estabilizado y auguran una recuperación en adelante. Comenta que el IMACEC de julio volvió a mostrar una variación mensual positiva, ajustado por estacionalidad, y que el cambio de tendencia se ve confirmado por varios indicadores sectoriales, tanto de demanda como de producción. En su opinión, las perspectivas de una recuperación de la actividad en el segundo semestre encuentran sustento en la evolución de los índices de confianza, en las políticas expansivas en curso y en la gradual recuperación de la economía mundial.

En cuanto al mercado laboral, el señor Consejero indica que ha reflejado la evolución cíclica de la actividad con algún rezago. En lo más reciente, ha entregado señales incipientes de estabilización o, por lo menos, indicaciones de que su deterioro sería finalmente algo menor que el anticipado con anterioridad, lo que también se estaría observando en otras regiones del mundo. Por su parte, las remuneraciones nominales, siguiendo patrones habituales, se han ajustado con relativa lentitud y, por el momento, se han mostrado poco sensibles a las condiciones del mercado laboral. Al respecto, sugiere que este sea monitoreado con atención en adelante.

La inflación anual, prosigue, ha vuelto a descender, alcanzando un inusual registro negativo, y permanecerá transitoriamente en territorio negativo en los próximos meses. Las medidas de inflación subyacente también se han reducido. Considera que este panorama de corto plazo, compartido por el mercado, responde, en parte, a la contracción de la demanda, pero también a ciertos ajustes de precios observados tanto en los mercados internacionales como en los mercados internos. Por ello, advierte que los registros de inflación de corto plazo deben ser leídos con cuidado.

Sobre la evolución de la inflación más allá de ese horizonte, el señor Marshall manifiesta que persiste algún grado de incertidumbre, pero que las tendencias en materia de actividad apoyan la visión de una convergencia a la meta en el mediano plazo. El riesgo de que la inflación se quede abajo por un tiempo prolongado sigue vigente, pero se ha acotado o reducido en lo más reciente.

Dado lo anterior, la evolución del cuadro macro resulta, en general, bastante en línea con lo anticipado, por lo que la política de mantener un fuerte estímulo monetario por tiempo prolongado se ve reafirmada.

En su opinión, mientras la confianza de los agentes económicos permanezca deteriorada y los flujos de créditos muestren debilidad, se debe proceder con prudencia. Por lo tanto, en esta oportunidad plantea que la opción que surge con claridad es la de no innovar.

Asimismo, descarta completamente la opción de introducir nuevas medidas complementarias o de ampliar las existentes, ya que no las considera necesarias. A su juicio, si estas se hicieran efectivas, sorprenderían al mercado, lo que podría tener altos costos.



A medida que las expectativas mejoren, añade, el estímulo asociado al actual nivel de la TPM se hará sentir con creciente intensidad sobre la demanda y la actividad y, con ello, se lograrán los efectos buscado por la política monetaria.

En resumen, el Consejero señor Enrique Marshall expresa que, habida consideración de que en estas circunstancias corresponde perseverar con las políticas en curso, vota por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50% y, junto con ello, por no innovar en materia de acciones complementarias.

El Consejero señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff*, que, en esta ocasión, se beneficia de la actualización del escenario de mediano plazo que será dado a conocer en el próximo *IPoM*.

En el ámbito externo, el señor Marfán menciona que las perspectivas de crecimiento global mantienen una dualidad, en el sentido que alrededor de la mitad de las proyecciones de *Consensus Forecasts* plantean un escenario de crecimiento débil para el próximo año y lo que resta de este, mientras que la otra mitad exhibe un claro optimismo. Esta dualidad refleja, a su vez, que el abanico de proyecciones para la economía global permanece anormalmente abierto.

En todo lo demás, agrega, hace suya la lista de antecedentes relevantes a considerar desde la anterior RPM, contenida en el párrafo 2 de la Minuta de Opciones, ya que incluyen elementos de proyección de corto plazo de la actividad de iniciación, añadiendo a ella, en primer término, que los *spreads* de tasas de captaciones y de proyecciones se han reducido desde la Reunión anterior, aunque permanecen por sobre los niveles anteriores a la crisis externa. En segundo lugar, que una parte significativa del débil comportamiento de la demanda interna se explica por la desacumulación de inventarios. En tercer lugar, que no hay presiones de costos salariales adicionales a los que se derivan de las cláusulas de indexación histórica; y cuarto, que, pese a la reciente alza de los combustibles, la inflación anual se mantendrá contenida en el corto plazo. Añade que la Encuesta de Expectativas Económicas, que suele estar incluida en los antecedentes, no estará disponible sino hasta el día siguiente.

Respecto de los antecedentes señalados, el señor Consejero destaca especialmente la velocidad de crecimiento de la actividad estimada para la segunda mitad de este año y señala coincidir también con la Minuta de Opciones en que el supuesto de proyección del nuevo escenario central conlleva una trayectoria de la TPM muy similar a la implícita en los precios financieros, con una normalización del estímulo monetario que comenzaría no antes del segundo trimestre del próximo año. Ello es consistente con no alterar los instrumentos de la política monetaria respecto de sus condiciones actuales.

En consecuencia, el Consejero señor Marfán vota por mantener tanto la TPM en 0,5% como la FLAP a seis meses.

Antes de concluir, señala que en las economías que han impulsado políticas monetarias no convencionales se ha iniciado una discusión acerca de la estrategia de salida de esas políticas. En su opinión, el caso de Chile es mucho menos complejo, no obstante lo cual considera que esa discusión debiera iniciarse luego, especialmente si se da el caso de una recuperación aún más rápida que la del escenario central.

Continuando con la votación, el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, indica que los últimos 30 días muestran una creciente evidencia de estabilización de la economía mundial, lo que se ha visto reflejado en diversos indicadores del sector real, el sector financiero y las expectativas.



En su opinión, lo que es más relevante para Chile es que sus socios comerciales observaron un crecimiento positivo en el segundo trimestre de 2009, después de dos trimestres consecutivos de caída. Llama la atención el crecimiento positivo de Japón en este trimestre, así como de la totalidad del Asia Emergente, y de Alemania y Francia en Europa.

En el plano interno, menciona que el menor grado de incertidumbre en torno al escenario externo, unido al rol que han jugado las políticas macroeconómicas, también ha derivado en una estabilización de los niveles de actividad, en una progresiva normalización de indicadores financieros y en un repunte de las expectativas.

En el plano inflacionario, el señor Desormeaux señala que el rápido descenso de la inflación ha seguido su curso, como reflejo de las condiciones cíclicas y el traspaso de los menores precios internacionales a los precios internos. Indica que la inflación de agosto estuvo algo por debajo de lo previsto, explicado por factores circunstanciales, y que las expectativas privadas proyectan inflaciones levemente negativas para fines de este año y en torno a la meta en un plazo de veinticuatro meses.

El señor Vicepresidente comenta que en el mercado del crédito, las tasas de interés han continuado descendiendo, particularmente las de consumo y comerciales, mientras las hipotecarias se mantienen estables. El *stock* de colocaciones, en tanto, sigue estancado, situación que debería revertirse en el segundo semestre, a medida que se reduzca la percepción de riesgo y se consolide la recuperación de la economía.

Más allá de las noticias ya reseñadas, que describen un cuadro de estabilización de la actividad en el plano interno y externo, y el inicio de una recuperación en el segundo semestre de este año, el señor Desormeaux destaca que el escenario base del *IPoM* de septiembre es el principal antecedente para la presente Reunión. Dicho escenario contempla una recuperación significativa de la demanda y del PIB en el segundo semestre de este año, a velocidades anualizadas y desestacionalizadas de 6,5% anual, y una expansión en torno a 5% anual durante 2010. La recuperación de la demanda descansará en el corto plazo, esencialmente en su componente interno, y particularmente en la reacumulación de existencias.

De acuerdo con el análisis realizado en el *IPoM* de septiembre, señala que ello permitirá una reducción paulatina de las holguras de capacidad, de manera que la inflación converja al 3% hacia fines del horizonte de política.

Asimismo, menciona que en ese escenario, la inflación se mantendría en niveles inferiores al 3% durante buena parte del 2010, y que la trayectoria de la TPM que posibilitaría esta convergencia de la inflación a la meta contempla una normalización gradual del estímulo monetario a partir del segundo trimestre del 2010, con una trayectoria similar a la que describe la curva *forward* en la actualidad.

El señor Vicepresidente indica que de ello se desprende, tal como plantea la Minuta de Opciones, que la opción que mejor se acomoda a esta trayectoria en esta Reunión es la de mantener el estímulo monetario inalterado en su nivel actual, lo que significa mantener la TPM en 0,50% y la vigencia de la FLAP a 6 meses.

Luego, destaca que el escenario base del *IPoM* depende crucialmente del escenario externo que se considere más probable. Dada la importante dispersión que se observa en las proyecciones privadas, las que configuran un escenario bimodal, será muy importante seguir atentamente la evolución del escenario externo en los próximos meses, para evaluar el momento óptimo en que deba comenzar a retirarse el estímulo monetario.



En consideración a los antecedentes expuestos, manifiesta que no parece adecuado acompañar la decisión de la presente Reunión de un sesgo en una dirección u otra y que, en suma, vota por la mantención de la TPM en 0,50% anual y la vigencia de la FLAP a 180 días.

Finalmente, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que las noticias más recientes no distan significativamente de lo previsto hace un mes atrás, de modo que no ve razones para cambios respecto de la decisión del mes pasado. La economía mundial muestra signos de una recuperación pausada, dejando atrás las severas caídas de actividad del último trimestre del año pasado y la primera mitad de este. La actividad de la economía chilena, por su parte, ha mostrado que la recuperación ya ha comenzado, y esta tendencia debiera seguir en el curso de este año y el próximo. Los registros de inflación, así como los de sus determinantes, muestran que está contenida en niveles muy bajos. Aunque en el próximo mes se observe un dato puntual inusualmente elevado y mayor que lo que el mercado pueda esperar, las perspectivas del horizonte de política indican que esta debiera ir convergiendo a la meta de manera gradual, después de pasar varios meses por territorio negativo. Con todo, estima que las expectativas son coherentes con la meta y sugieren que los registros bajos serán transitorios, en tanto que el mayor riesgo hoy día es que la inflación permanezca debajo de la meta más allá de lo deseado.

Por lo anterior, el señor Presidente no ve razones para cambiar la actual política monetaria, votando, en consecuencia, por mantener la tasa, anunciar que seguirá baja por un tiempo prolongado y seguir con el apoyo de las medidas no convencionales. Asimismo, sugiere que el comunicado sea muy similar al del mes pasado.

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

143-01-090908 – 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 de julio.

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 de julio.

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, se han mantenido estables.

En el plano interno, la información disponible sugiere que la actividad y la demanda se han expandido en los meses recientes, aunque aún presentan caídas con respecto a un año atrás. El aumento del desempleo se ha moderado y la ocupación ha tendido a estabilizarse. Las condiciones crediticias se mantienen estrechas, a pesar de las menores tasas de interés de colocación.

En agosto, la inflación del IPC se vio afectada por una reducción transitoria de la tarifa eléctrica. 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.”

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:35 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRANES
Ministro de Hacienda

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe