



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 145 celebrada el 13 de octubre de 2009

En Santiago de Chile, a 13 de octubre 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;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División de Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División de Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División de Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División de 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, don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministerio de Hacienda, don Igal Magendzo Weinberger; 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° 145, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de abril de 2010 para el día 15 de dicho mes.

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

El Gerente de Análisis Internacional indica, en primer término, que la actividad muestra un repunte en la mayoría de las economías. La producción industrial exhibe una leve alza, siendo más marcada en las economías emergentes, especialmente en China y algunos países europeos. Agrega que las exportaciones reales, si bien registran también alguna recuperación, todavía no alcanzan los niveles de inicios del año 2007, haciendo notar específicamente que el repunte mayor ocurre en el caso de China.



Respecto de la confianza empresarial, el señor Lehmann menciona que esta ha retornado a los niveles previos a septiembre de 2008 y que, en general, exhibe movimientos homogéneos en los países que se han considerado en el análisis. La confianza de los consumidores, en cambio, se acerca a los niveles de inicios del año 2007, pero con un grado de dispersión algo mayor.

En materia de mercado laboral, el Gerente mencionado resalta que los signos de mejora en la creación de empleo se están observando en algunas economías, en particular en Japón y más acentuado en Brasil, en tanto que las tasas de desempleo se mantienen elevadas, pero relativamente estables, quebrando de alguna manera la tendencia al alza que habían mostrado hasta mediados del presente año.

El señor Sergio Lehmann destaca a continuación que el crecimiento mundial se ajusta al alza para el año 2009, debido fundamentalmente a los datos del segundo trimestre de este año. Informa, asimismo, que *Consensus Forecast* anticipa un mayor dinamismo para el año 2010, especialmente, para la zona Euro. Respecto del resto de las economías, señala que las proyecciones del Banco, del *WEO* y de *Consensus Forecast* muestran diferencias poco relevantes. Las distribuciones de las encuestas que fueron revisadas con atención en el *Informe de Política Monetaria (IPoM)* pasado, se ajustan también al alza para el próximo año en las principales economías, aun cuando en el caso de Estados Unidos siguen una distribución bimodal, y que el valor estadístico correspondiente a la moda se ha situado hacia el crecimiento, en torno a 2%. En el caso de la zona Euro, destacado por *Consensus Forecast*, el desplazamiento es más acentuado, con una media que se mueve en torno a 1%, mientras que en Japón todavía se observa una situación bimodal.

En cuanto a inflación, el Gerente de Análisis Internacional manifiesta que las expectativas para el año 2010 son mixtas. En algunas economías desarrolladas se observan niveles estables; en América Latina y Asia, inflaciones levemente más altas, probablemente como resultado de un mayor dinamismo; en Europa del Este, contrariamente a lo que ocurre en esas otras dos regiones, las expectativas de inflación se están revisando a la baja, fundamentalmente en República Checa y Hungría, por tratarse de economías muy dependientes de la situación inflacionaria en Rusia. Agrega que los registros de inflación se han tendido a estabilizar y que, en el margen, se registran algunas pendientes positivas, como ocurre en el caso de Estados Unidos de América, pero todavía en la zona negativa.

Al proseguir con su exposición, el señor Sergio Lehmann menciona que los dos últimos registros de los precios de viviendas residenciales en Estados Unidos de América muestran aumentos, al igual que en algunas otras economías, como en el caso del Reino Unido, particularmente, y en Alemania, mientras que en el resto de las economías aún se observan ajustes en los precios, en general. Por otra parte, en el caso de las viviendas o bienes inmobiliarios comerciales las caídas persisten.

Al respecto, el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, comenta que la recuperación que ocurre en la economía de Estados Unidos de América ha sido favorecida por un estímulo para la compra de viviendas nuevas, que concluye en el mes de noviembre próximo, razón por la cual se desconoce si la trayectoria al alza continuará una vez que ese estímulo desaparezca. El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, agrega que en los últimos días se ha constatado que varias empresas importantes relacionadas con el negocio de propiedades comerciales se encuentran en procesos de quiebra, cuyo desenlace también es incierto. El Presidente, señor José De Gregorio, en tanto, complementa lo expuesto, indicando



que parte de la venta de casas nuevas se refiere a enajenaciones efectuadas por los bancos correspondientes a aquellas que adquirieron con motivo de la crisis.

El señor Lehmann concuerda con que ello constituye claramente un riesgo importante para el desarrollo de la economía americana el próximo año. De hecho, hace presente que los préstamos bancarios, tanto de consumo como comerciales, industriales e hipotecarios, están cayendo, precisamente porque uno de los riesgos importantes, como expresó el Gerente de División de Estudios, está asociado con el negocio de propiedades comerciales. Añade que la deuda hipotecaria comercial tendió a estabilizarse, pero que el último registro da cuenta de una caída, y que los préstamos hipotecarios comerciales se han tornado negativos, en el sentido que los préstamos que se conceden son inferiores a las amortizaciones que se están realizando, por lo que el flujo es negativo. El Consejero señor Manuel Marfán agrega que cabe considerar también las recuperaciones de aquellos créditos que se incluyen en cartera vencida, por lo que el remanente de créditos de dudosa recuperación puede estar influyendo en estos indicadores.

El Gerente de Análisis Internacional manifiesta concordar con lo expresado, añadiendo que en lo que respecta al endeudamiento neto de hogares se manifiesta una tendencia similar, por cuanto es negativo en miles de millones de dólares. Es decir, una vez incorporadas las pérdidas de los créditos de dudosa recuperación, los flujos resultan negativos, considerando también que el otorgamiento de créditos es menor que las eventuales amortizaciones. A su entender, esta situación es inédita y solo se ha dado 40 ó 50 años atrás.

La tasa de ahorro, prosigue, muestra una gran caída, al igual que en los últimos tres o cuatro años, lo que da cuenta justamente del elevado consumo de los hogares de Estados Unidos de América. Tomando un promedio móvil de 6 meses, en cambio, de manera de tratar de suavizar el proceso, se observa una recuperación importante del ahorro, incluso por encima de lo registrado a inicios de la década, lo que constituye básicamente un reflejo del proceso de desapalancamiento que se está produciendo a nivel de hogares en el caso de esa economía.

En materia de tasas de interés, el señor Lehmann destaca que luego de haberse estabilizado las TPM de las principales economías, las tasas de mercado han alcanzado niveles similares. A modo de referencia, señala que es interesante observar una convergencia en torno a 1% de la *Libor* a 12 meses en las economías de Estados Unidos de América, de la zona Euro y del Reino Unido. En cuanto a la TPM, indica que se ha dado inicio al proceso de aumento de las mismas, como es el caso de Australia e Israel, el que se generalizaría durante el próximo año, especialmente a mediados del mismo. Confirmando lo comentado por el señor Presidente, precisa que, por el contrario, Indonesia, Colombia y Turquía la han reducido, como también otras pocas economías.

El Consejero señor Sebastián Claro sostiene que lo anormal es la situación de Israel y de Chile, ya que junto con República Checa muestran un patrón muy distinto de las demás economías. Al respecto, el señor Lehmann indica que el patrón difiere del de economías desarrolladas, para las cuales se espera que mantengan su TPM desde esta fecha hasta fines del próximo año. En el caso de las economías emergentes, en cambio, casi todas están aumentando sus tasas de política monetaria.



El señor Pablo García hace notar una peculiaridad en el caso de Chile, en que el incremento de tasas se produciría, en gran parte, entre medianos y fines del próximo año. El aumento de la TPM se posterga en el tiempo, no como en el caso de Israel o de la República Checa, donde se espera que la tasa siga subiendo en el corto plazo. El señor Lehmann acota que en Israel, en particular, se espera un aumento en 75 puntos base hasta fin de año, bastante adelantado en relación con el resto de las economías, mientras que Australia tendría un alza adicional durante este año y Noruega, en las próximas semanas.

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, comenta que el trasfondo de ello es que la salida de la crisis no será tan coordinada, por lo que van a producirse cierres de holguras más rápidos en el mundo emergente, a diferencia de las economías desarrolladas en que se centró la crisis, lo cual es confirmado por el señor Lehmann. El señor Pablo García, en tanto, agrega que la diferencia se evidencia más en política monetaria que en política fiscal, en razón de que, en general, en esta última no se han aplicado nuevos estímulos de este carácter en ninguna economía.

El Gerente de Análisis Internacional continúa, informando que las tasas largas han tendido a disminuir, particularmente en Estados Unidos de América, y se muestran más estables en el caso de la zona Euro. Por su parte, las tasas de mediano plazo están más estables, en general, lo que está asociado a un mayor interés por invertir en Bonos del Tesoro que lo anticipado. Las licitaciones de bonos, explica, han sido particularmente exitosas y, junto con ello, la FED ha estado reafirmando, de alguna manera, que mantendría la tasa de política monetaria en los niveles actuales durante un largo período.

El señor Sergio Lehmann destaca que otro elemento relevante se encuentra asociado a los tamaños de los balances y a su eventual efecto sobre la política monetaria. Menciona el caso de la FED, respecto de la cual se proyecta que seguirá comprando Bonos del Tesoro hasta fines de este mes conforme a lo planificado, y MBS, probablemente hasta febrero del próximo año. Si llegara a alcanzar los montos que ha anunciado, su balance continuaría creciendo hasta alcanzar una cifra en torno a los dos trillones de dólares, lo que supone, sin embargo, que otras líneas de financiamiento, que corresponden a las líneas *swap* con otros bancos centrales, y la TAFL, se mantendrán estables. En cuanto al ECB, indica que solo se conoce su tamaño, no contándose con proyecciones al respecto. Comparativamente, los tamaños de ambos balances no son muy distintos hoy en día, a pesar de que partieron en niveles manifiestamente diversos, ya que el ECB operaba habitualmente con un balance muy superior.

Al respecto, el Consejero señor Sebastián Claro hace alusión al mecanismo que utiliza la FED de pagar intereses por las reservas que mantienen las empresas bancarias. En su opinión, en la medida que la FED paga intereses por las reservas e incentiva a los bancos a mantenerlas, el tamaño de su balance no va a disminuir. Por lo tanto, no necesariamente debiera reducirse el tamaño del balance en forma acelerada a medida que la política monetaria sea más contractiva.

El señor Lehmann confirma que así es, agregando que visitó la FED hace unas semanas y que su percepción en materia de tamaño de balance es que probablemente no van a producirse mayores cambios en el corto ni en el mediano plazo. De hecho, la forma de lograr mayor efectividad en la política monetaria consistirá en usar para estos fines las tasas de interés que pagan por las reservas de los bancos a través del manejo de ambas tasas, probablemente como un elemento clave de la política monetaria en adelante. Por otra parte, la decisión de vender MBS probablemente significaría para la FED asumir una pérdida, lo que



conlleva un costo operacional significativo. Estos títulos, aclara, se encuentran registrados contablemente en su valor nominal, por lo que claramente surge la pregunta respecto a cuánto asciende efectivamente el valor de mercado de estos instrumentos.

El Gerente de División Estudios agrega que algunos activos del balance de la FED disminuirán automáticamente, por lo que el balance podría contraerse en alguna medida sin que se adopte ninguna decisión, simplemente con motivo de la reversión de operaciones en términos de valores de mercado, en lugar de mantener activos en el balance hasta su término. Añade que podría existir algún mecanismo de disminución automático, pero que, en general, se estaría considerando más bien ajustar la estructura de pasivos, pagando intereses por las reservas, que liquidar activos.

En materia de paridades, el señor Sergio Lehmann indica que durante el último mes se ha observado una apreciación de las monedas respecto del dólar, tendencia que es similar en todas las economías. El dólar multilateral, por su parte, debería tender a una pendiente positiva, dando cuenta de una depreciación del dólar norteamericano en general. Los premios por riesgo soberano, prosigue, han caído levemente, reflejo de un mayor apetito por riesgo y de un mayor interés por invertir, particularmente en economías emergentes. En resumen, señala que, al menos durante el último mes, se observa una clara tendencia hacia la apreciación de las monedas y en materia de CDS, una caída de los premios por riesgo en prácticamente todas las economías, con algunas pocas excepciones.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si los *spreads* que reflejaban interés por liquidez siguen desalineados, a lo cual el señor Lehmann responde que los *spreads Libor OIS* a un mes están bastante estables, muy similares a los niveles previos a la crisis. En cambio, los *spreads* a seis meses exhiben discrepancias. El *spread* histórico entre la tasa de política monetaria y la *Libor* a doce meses está más alto que antes de la crisis, acotando que si bien ha estado disminuyendo, ello refleja un mercado bancario en que aún existen elementos que no se han normalizado. El *spread* a treinta días, en tanto, está bastante estable y muy parecido a los niveles pre crisis, reiterando que los de seis y doce meses son los que muestran distorsiones actualmente.

El señor Sergio Lehmann destaca lo que ha ocurrido con las emisiones de bonos que se han efectuado por parte de las economías emergentes en los mercados internacionales. Indica que la cifra de cierre al tercer trimestre de este año no es muy distinta de los niveles existentes previos a la crisis, incluso antes de julio del año 2007, cuando las emisiones en los mercados financieros estaban muy activas. Agrega que tras la caída de *Lehman Brothers*, prácticamente no hubo emisiones, las que empezaron a recuperarse durante el primer, segundo y tercer trimestres de este año, alcanzando ahora niveles parecidos a los observados antes del mes de julio del año 2007.

En cuanto a los precios de los *commodities*, el señor Sergio Lehmann hace presente que estos han sido relativamente mixtos y volátiles, subrayando el aumento de los correspondientes a granos y algunas caídas importantes en los de los metales. Respecto del precio del petróleo, da cuenta de un aumento marginal al cierre del viernes 9 de octubre, el que sería más marcado si se agregan los últimos dos días. El precio de la gasolina continúa bastante estable, mientras que el del cobre muestra una caída respecto del cierre de la RPM anterior. Explica que si se consideran los contratos futuros de petróleo, se observa que hoy día los niveles están levemente por debajo de los registrados en la última RPM. No obstante, si se incorporan los últimos dos días, las curvas correspondientes a dicho precio en esta Reunión y



las registradas en la pasada, se verían prácticamente en el mismo nivel, dado el aumento del precio del petróleo en los últimos dos días ya mencionado.

En relación con el mercado del cobre, el señor Lehmann señala que todavía hay un componente de ajuste, que, de hecho, es coherente con las proyecciones del Banco para los años 2010 y 2011, esperándose un precio levemente por debajo del precio *spot*, que hoy día está en torno a 2,8 dólares la libra. Añade que las proyecciones de una muestra relativamente amplia de bancos de inversión, así como las de una encuesta que comenzó a realizar COCHILCO a distintos agentes del mercado, publicada por primera vez la semana anterior, están bastante alineadas con lo que el mercado en general espera y con las proyecciones del Banco para el próximo año. Para el 2011, en cambio, existe una discrepancia más marcada, ya que algunos bancos están esperando que el precio del cobre esté en torno a 3 dólares la libra, incluso algunos por sobre ese precio, en particular el *Deutsche Bank*, aun cuando se observa una cierta coherencia en lo que se refiere a proyecciones para el precio del cobre en el mediano plazo.

Finalmente, y a modo de resumen, el Gerente indica que en materia de precios de *commodities* se mantiene la proyección presentada en el último *IPoM*, por cuanto no hay novedades importantes al respecto, salvo en el caso del precio del petróleo, en que la diferencia es marginal, asociada fundamentalmente al movimiento que tuvieron los contratos futuros de petróleo y también de gasolina.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación del señor Sergio Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, alude al recuento efectuado por el señor Pablo García sobre su visita a la última reunión del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, en que informó que algunos agentes manifestaban que el precio del petróleo podría reducirse drásticamente por aumentos de capacidad de producción. Al respecto, solicita que se profundice sobre este tema.

El señor Pablo García menciona que para el caso del mercado del petróleo hay dos tipos de opiniones. La primera, que corresponde a la de los analistas, tiende a vincularlo más con lo que ocurre con la inflación mundial y la demanda, estimándose que el precio se va a mantener elevado en adelante. Por otro lado, existen opiniones de expertos sectoriales que, en el fondo, consideran que las inversiones efectuadas en los últimos años son de gran magnitud en relación con la evolución de la demanda en el futuro, por cuanto si bien muestra una recuperación, ella no sería suficiente, por lo que se produciría un exceso de capacidad significativo, existiendo, por lo tanto, el riesgo de que el precio disminuya.

No habiendo más comentarios, el Presidente señor José De Gregorio concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, para que exponga sobre el escenario nacional.

El señor Claudio Soto inicia su exposición refiriéndose a las noticias sobre la actividad, recordando que el Imacec registró un crecimiento de -0,1% en el mes de agosto y una variación mensual desestacionalizada de 0,3%. Al respecto, aclara que estas cifras no se han difundido, pero que sin embargo son coherentes con la información pública que registra 0,4% para la variación mensual desestacionalizada.



Con todo, destaca que el Imacec registra una variación positiva mes a mes por cuarto mes consecutivo, influenciado tanto por los sectores resto, que tuvieron una dinámica importante, como por el sector de recursos naturales, en particular minería, ya que la Minera Escondida adelantó la entrada en marcha de equipos, lo que le permitió aumentar su producción. Informa que entre los sectores de oferta se observa, en general, un dinamismo en los sectores de la industria, comercio y minería, mientras que no se evidencia aún el repunte en el sector construcción, respecto del cual hay indicadores, como los permisos de edificación, que no han mostrado un aumento definido, mientras que los correspondientes a despacho de cemento y de empleo en el sector han tenido vaivenes, pero todavía se encuentran en niveles bajos. Agrega que en el caso del comercio ya se observa un patrón más o menos claro, tanto en el comercio minorista como en el mayorista, donde hay un repunte sostenido por algunos meses.

A continuación, el señor Soto se refiere al aumento del consumo en general, señalando que el indicador total exhibe un incremento bastante significativo, explicado tanto por el componente habitual como por el componente durable. En cuanto al indicador coincidente, destaca que, de acuerdo con los últimos registros, la velocidad ha sido elevada, acompañada de las expectativas de los consumidores, que han seguido remontando. Subraya también que los datos del indicador del IPEC se encuentran casi en nivel positivo, sobre todo influenciado por las perspectivas futuras. El indicador relacionado con las importaciones de bienes de consumo, en cambio, todavía no muestra un repunte claro, permaneciendo en niveles bajos respecto de los datos existentes hasta medianos del año 2008.

En materia de inversión, el Gerente citado señala que los indicadores hablan de mejores expectativas por el lado de los empresarios, destacando que, en general, casi todos los sectores mejoran su evaluación respecto de las condiciones actuales, excepto el sector construcción, lo cual es coherente con lo mencionado sobre los indicadores sectoriales. Los sectores que todavía no muestran un repunte tan claro corresponden a los de bienes de consumo y de bienes de capital. Las importaciones de bienes de capital, por ejemplo, aún no exhiben un aumento notorio, esperándose que sí ocurra en un plazo breve. Precisa que hubo un incremento de este indicador hace un par de meses, el que estuvo asociado a las importaciones de maquinaria para la generación eléctrica, esto es, a un aspecto puntual, que no refleja, por ende, la tendencia. El señor Claudio Soto agrega que las perspectivas para los inventarios han seguido cayendo y se encuentran en niveles que son coherentes con los promedios históricos.

En cuanto a la política fiscal, hace presente que el gasto público ha tenido un crecimiento importante, destacando el último registro del mes de agosto pasado, el que da cuenta de un incremento de más de 30%. Al respecto, indica que, en general, durante este año se ha tendido a una ejecución fiscal que se encuentra por sobre los promedios históricos, tanto por el gasto total como por el componente de inversión, en particular. En consecuencia, se espera que hacia fin de año se modere su crecimiento, conforme se vaya cumpliendo el presupuesto fiscal.

El Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco, solicita la palabra para hacer dos comentarios. En el primero, destaca la importancia de recordar que en el mes de agosto pasado se pagó un bono a personas de bajos ingresos, lo que incidió en que la cifra de ese mes resultara muy abultada. El segundo, se refiere a la presentación efectuada por el Director de Presupuestos, señor Alberto Arenas, del informe de finanzas públicas ante la Comisión Mixta referido al mes de diciembre, en que efectuó la misma proyección de gasto público en pesos



nominales para el año 2009 que la realizada en el mes de junio. Por lo tanto, las variaciones reales podrían relacionarse con la cifra de IPC a fin del presente año, pero el gasto nominal, en cambio, no registrará variaciones respecto de lo informado a mediados del mismo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su exposición, señalando que un aspecto de la información que es relevante considerar para las proyecciones está relacionado con las exportaciones. Sobre este tema, informa que junto con la mejora que exhibe la minería en los indicadores de producción y en las exportaciones, también se observa un registro más positivo en el margen. En cambio, las exportaciones industriales no muestran un repunte claro, por lo que ello lleva a observar cierta cautela en la proyección del sector industria para lo que resta del año.

A continuación, el señor Claudio Soto plantea que la proyección de la tasa de crecimiento interanual para el mes de septiembre se encuentra en torno a 0%, recordando que septiembre del año 2008 correspondió a un mes que registró un crecimiento elevado. Hace notar, en consecuencia, que hay una base de comparación alta, por lo que no se refleja un cambio de relevancia respecto del crecimiento del Imacec de agosto. Luego, respondiendo la consulta formulada por el señor Presidente, aclara que la proyección en doce meses está en torno a 0%, y que la proyección mes a mes, desestacionalizada, registra una variación positiva del orden de 0,3%. Con ello, la proyección del PIB se modifica al alza respecto de lo presentado en el último *IPoM*, fundamentalmente por una corrección en el presente trimestre, que se explica por un adelanto de la recuperación en el sector minería, prevista anteriormente para el cuarto trimestre, pero que se estaría produciendo en el presente trimestre. Asimismo, industria y comercio están más dinámicos que lo previsto en el *IPoM* de septiembre de 2009, no así el sector construcción, que sigue más bien lento, corrigiéndose, por tanto, la recuperación de este sector a la baja.

Por el lado de la demanda, prosigue, la variación más importante proviene del consumo, que se modifica al alza, recordando lo precisado previamente, en cuanto a que el indicador coincidente muestra una recuperación importante en el caso de consumo privado. Los registros de importaciones de bienes de capital, en cambio, llevan a corregir las inversiones en maquinarias y equipos a la baja. Con ello, la demanda interna se modifica marginalmente a la baja para el tercer trimestre y se mantiene para el cuarto trimestre y, de acuerdo con esta nueva proyección, el PIB para el presente año estaría creciendo en -1,5%.

Al respecto, el Consejero señor Enrique Marshall comenta que le sorprende que el fortalecimiento del consumo no se traduzca en las importaciones. Estima que ello podría deberse a la existencia de restricciones financieras, vinculadas al otorgamiento de cartas de crédito.

El Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que una de las situaciones complejas que se presentan se vincula con que las importaciones todavía no muestran un repunte claro, lo que probablemente se vincula con la liquidación de *stocks*, por lo que se podría prever una recuperación de las importaciones en lo futuro, más que una caída en las cantidades de la demanda.

Al proseguir, el señor Claudio Soto destaca el aumento importante registrado en las velocidades, sobre todo en el caso del PIB, asociado a la significativa recuperación en minería a partir del mes de agosto, dada la entrada en funcionamiento de producción en la Minera Escondida, aun cuando aclara que ello ocurre una vez, por lo que no implica un aumento en la velocidad en adelante.



El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux interviene para señalar que varias otras empresas mineras tuvieron problemas con sus maquinarias, en el esfuerzo de producir a su máxima capacidad cuando el precio del cobre estuvo en 4 dólares la libra, citando el caso de la Minera Escondida, de Codelco y también de la Minera Collahuasi, cuyos molinos habrían tenido desperfectos. Luego, conforme a los datos disponibles, que incluyen la normalización de la producción de la Minera Escondida, pudieran también registrarse sorpresas en las otras empresas. El señor Claudio Soto manifiesta que ello será objeto de revisión.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma el tema relacionado con las velocidades del PIB, mencionando que en el caso del PIB resto también hay una suerte de adelantamiento. Indica que en el sector industrial, específicamente el maderero, tuvo un repunte importante, desconociéndose, en todo caso, que tan persistente podrá ser. Por lo tanto, explica que la proyección podría ser algo conservadora respecto del crecimiento del cuarto trimestre, cerrando el año con -1,5%, aunque el crecimiento podría estar levemente por sobre esa cifra si se considera que la velocidad del tercer trimestre es más alta que la del cuarto trimestre.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco hace presente que es necesario considerar la existencia de eventuales huelgas en algunas grandes empresas mineras, informando que Minera Escondida aún no ha cerrado su negociación colectiva, y que Codelco pronto la iniciará.

El señor Claudio Soto prosigue, planteando que el perfil de los niveles del PIB en adelante es bastante similar al que se tenía en el último *IPoM*. Comenta que la noticia más destacada del mes es lo acontecido con el comercio, que se muestra bastante dinámico, lo que lleva a corregir de manera relevante la proyección para este sector. El perfil para el PIB resto, en tanto, se ve similar, si bien la recuperación que se esperaba para el cuarto trimestre se habría adelantado al tercero.

Agrega que si se efectúa una comparación general entre lo que sucedió en el año 1998 y en el inicio de la actual crisis, se observa que hay una recuperación más acelerada en este episodio que en el anterior, salvo en el sector industria, que en esta oportunidad cayó más que en la crisis anterior. En este episodio, el sector construcción registró una disminución considerablemente menor y se está recuperando más lentamente también, destacando que lo expuesto correspondería a las dos diferencias esenciales entre esta crisis con respecto a la anterior, y aclarando que ello, obviamente, está influenciado por el período de comparación que se elija.

Respecto del mercado laboral, el señor Gerente hace presente que se ha observado una suerte de estancamiento en la modificación de la tasa de desempleo, la que se ha mantenido en niveles cercanos a 10,8%, lo que es levemente más alto que la serie estadística desestacionalizada de desempleo. Añade que se evidencia un leve repunte en el dinamismo de la creación de empleos, explicado por los trabajadores independientes, ya que en el caso del sector asalariado todavía no se registra un repunte y, en el margen, se han registrado, de hecho, leves caídas en los niveles.

A continuación, indica que los salarios nominales, en general, están creciendo entre 0,4 y 0,5% mes a mes ya por varios meses consecutivos, resaltando que en julio se registró un repunte importante, asociado a un tema estacional de reajuste que se produce a mediados de año. Con esto, y la caída de la inflación, los salarios reales deflactados utilizando el IPC han seguido aumentando. En cambio, señala que considerando como deflactor de los



salarios el deflactor del PIB resto, datos que son de frecuencia trimestral y que contienen una proyección para el tercer trimestre del 2009, se aprecia un comportamiento distinto, con mayor estabilidad en el margen y no el aumento antes mencionado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, refiriéndose ahora al IPC, informa que el IPC correspondiente a septiembre fue de 1%, variación que había sido anticipada, ya que se conocía del aumento de las tarifas eléctricas por una recuperación del ajuste efectuado en agosto, además de la existencia de un factor estacional, en particular en el caso de transporte, que incluso registró un aumento en el precio de los automóviles más allá de lo previsto. Por otra parte, menciona la forma en que el INE está midiendo la canasta de precios, ya que en esta oportunidad, por primera vez se incorporaron los nuevos modelos de medición de los precios de automóviles, en que anteriormente solo se consideraba el valor de los autos nuevos y, a contar de esta fecha, también los precios de los modelos 2010.

Agrega que en el caso de las tarifas eléctricas, el aumento fue inferior a una décima para la inflación total, resultando superior al previsto, haciendo presente que el Banco fue conservador en esta materia, atendidas la variaciones anteriores observadas, en circunstancias que para este período efectivamente hubo una disminución de tarifas equivalente a lo que correspondía, radicando allí la sorpresa. Asimismo, con el dato de septiembre, la velocidad del IPC sigue en rango negativo, con un cierto retroceso en lo remunerativo, y lo mismo con varias medidas de inflación subyacente, que están todavía con velocidades negativas.

Para los próximos meses, el señor Claudio Soto informa que en las proyecciones se está considerando una trayectoria en el precio del petróleo más bien estable y que en el caso de la gasolina se prevén posibles disminuciones de índole menor en el margen, sobre todo pensando en la trayectoria que debiese tener el tipo de cambio, respecto de la cual se está trabajando con el supuesto de apreciación nominal respecto del dólar. En este sentido, la trayectoria del precio en pesos de las gasolinas es más o menos estable, agregando el señor Soto que en la última semana de marzo de 2010, si es que se produce la devolución completa del impuesto específico, su precio debería registrar un aumento importante.

Por otra parte, respecto de los bienes perecibles, el señor Claudio Soto informa que tendría lugar la estacionalidad acostumbrada en materia de reducciones de precios de aquí a fin de año, comentando el Presidente, señor José De Gregorio, que en septiembre se presentó un *shock* usual, de 11,3%.

Con ello, continúa el señor Gerente, se está proyectando un IPC de 0% para octubre y se mantienen las expectativas para el IPC a diciembre de -0,8%. Explica que desde hace varios meses se está proyectando un IPC de -0,8% para diciembre, añadiendo que hay varios elementos que se compensan, correspondientes a reducciones en la tarifa del agua potable de este mes, que deberían verse reflejadas en el IPCX; a que en noviembre se debería registrar una reducción en la tarifa eléctrica, producto de la fijación de precios que hubo, que va acompañada de una indexación; y a la incorporación de la estacionalidad que introduce la nueva medición de la canasta con el tema del vestuario, entre otros aspectos a considerar. En resumen, indica que se deberían observar variaciones mensuales del IPC de 0% o levemente negativas de aquí a fin de año, para estar cerrando en diciembre con un -0,8% y estar en febrero con variaciones anuales del IPC positivas.



Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán recuerda que cada vez que se ha adoptado una nueva canasta para la medición del IPC, las mayores diferencias de los coeficientes de estacionalidad que se han ido incorporando a lo largo del tiempo han ocurrido en los meses de septiembre y octubre. De hecho, destaca que cada vez que hubo un cambio de canasta, en esos dos meses hubo sorpresas importantes.

El Gerente de División de Estudios, señor Pablo García, plantea que hay un punto clave que, en su opinión, ha hecho que el efecto estacional de los meses de septiembre y octubre no sea tan alto y que el cambio en la canasta del INE no tenga efectos significativos en los precios de los perecibles. Indica que, a partir de la canasta del IPC con base en diciembre de 1998, el INE comenzó a utilizar medias geométricas en el cálculo de la inflación de alimentos, reduciendo de modo importante los efectos estacionales en la inflación. En el cambio metodológico que realizó este año, el INE continuó utilizando esta metodología para medir estos precios, por lo que no se han observado sorpresas en las variaciones de estos precios. Agrega que ello no es lo que ocurre con otras categorías de la canasta, como el vestuario o los automóviles, donde sí ha habido efectos relevantes por los cambios en la forma de medición.

El señor Claudio Soto prosigue su exposición, aludiendo a una pregunta que surgió en una reunión de coyuntura de la semana anterior, sobre cómo la evaluación de las presiones inflacionarias futuras podría afectar el crecimiento de los agregados monetarios. Al respecto, hace referencia al modelo P^* , que considera la relación entre la cantidad de dinero y las expectativas de inflación. Agrega que hay distintas versiones del modelo, algunas de las cuales utilizan como variable de control la meta de inflación y otras que no la ocupan. Explica que, en general, estos modelos muestran que existe la posibilidad de un rebote inflacionario, en que incluso la inflación podría situarse sobre el rango meta, para luego bajar al nivel esperado. Por último, acota que, en todo caso, el incremento de la inflación que estos modelos anticipan no es sustancialmente superior al rango de tolerancia de la meta de inflación.

En cuanto a los mercados financieros, el señor Claudio Soto hace presente el aumento en las tasas nominales de mediano plazo a dos años, sobre todo la de los BCP-2, con algunas oscilaciones dentro del mes. Informa que, en general, las tasas nominales son más altas, en tanto que las tasas reales son más bajas en ese mismo horizonte, como también a otros plazos, ya que la de los BCU-5 también han caído y algo también las de los BCU-10. La pendiente de la curva nominal ha retrocedido, explicado por el aumento de las tasas a dos años, que no ha ido acompañado de un aumento en las tasas nominales a plazos más largos.

Respecto de las tasas de colocación de mercado, indica que se han visto movimientos más bien mixtos, en general, agregando que hasta hace un tiempo se observaba que todas estas tasas disminuían mensualmente. Esta vez, por el contrario, algunas tasas han disminuido, en tanto otras han aumentado respecto del mes previo, en particular las tasas de colocación a treinta días, mientras que las a noventa días caen marginalmente y aumentan las de 90 a 360 días. En el caso de las tasas de colocación de consumo, menciona que caen las de 90 a 360 días, pero que las a tres años suben más respecto del registro mínimo que tuvieron hace dos meses.

El señor Gerente agrega que se observan caídas adicionales en el *spread* de tasas de 30 a 90 días, pero que los correspondientes a tasas de 90 a 360 se mantienen en rangos que son altos comparados con lo que se registró hasta mediados del año 2008.



En cuanto a cifras de colocaciones, el señor Claudio Soto informa que no se aprecia un claro repunte en algunos segmentos, pero sí en las colocaciones comerciales y para la vivienda, con menor intensidad en este último caso, mientras que las colocaciones para consumo se mantienen estables y las de comercio exterior retroceden en el margen.

El tipo de cambio, por su parte, exhibe una depreciación, sobre todo en términos multilaterales. Agrega que con proyecciones para octubre y suponiendo que se mantiene el tipo de cambio que se habría observado en los últimos diez días terminados al día viernes 9 anterior, se tiene que el índice del tipo de cambio real estaría cercano a 100, por sobre el valor de equilibrio de largo plazo, esto es, en la parte superior del rango de valores considerados de equilibrio, y aproximadamente 4% más depreciado de lo que se tenía en el *IPoM* como cierre estadístico. El señor Soto explica que lo que está detrás de esta depreciación es fundamentalmente lo que sucedió con la paridad del peso con respecto a otras monedas latinoamericanas. Hace presente que con respecto al dólar, el peso está más o menos estable, pero que se ha depreciado respecto de las otras monedas latinoamericanas y asiáticas, que es lo que está explicando esta depreciación del tipo de cambio real.

Al respecto, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco solicita se haga referencia a la trayectoria de mercado para el tipo de cambio. El señor Soto responde que hay antecedentes de salidas al exterior de las AFP para invertir, las que se están produciendo desde hace algunas semanas y que podrían coadyuvar a explicar lo que está sucediendo, acotando el señor Velasco que, entonces, correspondería estimar que luego que las AFP liquidaran sus inversiones en el exterior, se ha producido un progresivo retorno a esta clase de inversiones, pero muy por debajo de los límites máximos de inversión en el exterior.

Con respecto a la pregunta del señor Ministro, el Gerente de División de Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, agrega que en las últimas semanas se ha revertido la tendencia de compra de dólares por parte de extranjeros, que podría asociarse a ello, pero de forma no tan significativa como en períodos anteriores, lo que habría mantenido el tipo de cambio en cerca de \$550 en forma estable y constituye la explicación más probable. Aclara que hasta hace dos meses se observaban operaciones de *carry trade*. Después, a mediados de mes, cuando se rompió la correlación con el Real brasileño, estas operaciones se redujeron entre quinientos y mil millones de dólares.

El señor Andrés Velasco precisa que, en su opinión, el tipo de cambio no se apreció, y rebotó después. Al respecto, el señor de Ramón indica que las operaciones indicadas llegaron a niveles similares a los registrados anteriormente e, incluso, se recuperaron esos quinientos o mil millones de dólares, y el tipo de cambio aumentó nuevamente por sobre \$550 o cerca de ese valor. En todo caso, reconoce que la situación de las AFP tiene cierto impacto, pero que ello no resulta del todo claro, sino más bien lo es el caso de las operaciones de extranjeros.

El Gerente de División de Política Financiera, señor Kevin Cowan, señala que las AFP básicamente han salido al exterior cubiertas, de manera que el impacto en el tipo de cambio es acotado, afectando más a la tasa *off shore* y a otras variables.

El señor Jorge Desormeaux comenta que el señor Pablo García mencionaba la semana anterior que, al final, la responsable de este fenómeno es la propia política monetaria, a lo cual el señor Ministro acota que, al final, el arbitraje cuenta.



El Consejero señor Sebastián Claro plantea que en esa explicación hay dos elementos que le llaman la atención: el primero es si, efectivamente, las tasas han tendido a subir de alguna manera y arrojar incrementos de tasas anteriores a los registrados hace algunos años. En otras palabras, la política monetaria, o por lo menos lo que el mercado está apreciando, ha tendido a ser menos expansiva y, por lo tanto, todavía no se sabe qué tanto las bajas tasas están sosteniendo el tipo de cambio. Lo segundo es que, claramente, el tipo de cambio en Chile se ha mantenido mucho más estable comparado con la apreciación de exportaciones de productos básicos, estimándose que ahí es donde la explicación de política monetaria hace sentido. Chile está con una política monetaria más expansiva que otros países equivalentes. Por otra parte, el señor Claro manifiesta no comprender la segunda parte, ya que el mercado está incorporando un cambio en el signo y en la velocidad de esa convergencia de la política monetaria en Chile, que debiera exactamente tender a llevar al peso en paralelo con otras monedas de esos países, que es lo que no se está viendo. En consecuencia, cabe la duda de si, efectivamente, el espacio para la apreciación del peso es suficientemente holgado.

Al respecto, el señor Pablo García indica que falta conocer información sobre lo que va a ocurrir con las tasas en moneda local en los países donde, supuestamente, los índices se activan para hacer *carry trade* y constatar si, efectivamente, el levantamiento en esos mercados, en Brasil específicamente, es más intenso que en Chile y, por lo tanto, si esto le da un sustento a que todavía se mantenga. Reitera que con un levantamiento en la curva del mes pasado, hay que ver qué ha sucedido, ya que en dólares no se ha producido mucho y en términos de las monedas desarrolladas tampoco. Confirma que el tema del empinamiento de la curva ha seguido estando ahí, en Brasil y en otras economías emergentes, donde lo ven como un punto de cuidado, pudiendo ser que ello haya llevado a pensar en un aumento de tasas en Chile.

El señor de Ramón sostiene que las operaciones de *carry trade*, que es muy probable que existan, se dan a plazos de entre 7 y 30 días. En ese tramo, las tasas de depósito a plazo incluso han subido un poco —0,70% en Chile, 0,75 ó 0,50%—, por lo que entonces es muy probable que estas operaciones se puedan seguir materializando, porque tienen un horizonte muy corto y, por lo tanto, son volátiles. Quizás, si el tipo de cambio se aprecia la próxima semana, va a ser explicado justamente por esto.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su exposición, señalando que la bolsa ha seguido recuperándose, pero a una velocidad menos intensa que lo observado en otras oportunidades, y que continúa la entrada de flujos de inversión.

Las velocidades de los agregados monetarios, prosigue, han tenido aumentos relevantes. Cita el caso del M1, cuya velocidad había aumentado bastante en el margen. Entre los factores que están detrás de la importante recuperación en el crecimiento del M1 está el aumento de los depósitos a la vista, que se contrajeron significativamente cuando comenzó la crisis financiera a fines del año pasado. Agrega que las cuentas corrientes también han aumentado de manera importante, y si se revisa el M2, se puede verificar que los depósitos también presentan una mejora importante. En resumen, las cuentas corrientes y los depósitos, en general, son los que están detrás de este fuerte repunte en el crecimiento del dinero.

El señor Claudio Soto explica a continuación cómo se compara lo anterior con respecto a los fundamentales que determinan el aumento de la cantidad de dinero, recordando que ello fue discutido en algún momento en una reunión de coyuntura. Señala que la tasa de crecimiento del M1 que se podría estimar a partir de un modelo con fundamentales es incluso



superior al crecimiento efectivo de esta variable. Ello, dado los niveles de tasas imperantes hoy y los que se prevén.

En cuanto a las perspectivas de crecimiento para este año, el señor Gerente menciona que, de acuerdo con la evaluación efectuada a la fecha, estas se han mantenido y que el mercado sigue estimando que el crecimiento va a ser de -1,5%. Destaca que las perspectivas de crecimiento hacia el 2010 se han corregido al alza, ya que la mediana, que fue de 3,6% en la Reunión pasada, aumentó a 4,3%, lo que implica un aumento bastante relevante de 7 décimas en un solo mes.

Respecto de las perspectivas de inflación, el señor Claudio Soto señala que, en general, existe bastante volatilidad en las medidas de compensación que se siguen habitualmente. Hace ver que la 1 en 1, que ha estado oscilando en torno a 3%, estuvo por sobre 3% en un momento y ahora ha caído por debajo de 3%, si se considera la *swap*. Si se considera la de los bonos, que ha estado por debajo de 3%, el dato en el margen de la 1 en 1 ha tendido a acercarse al 3%, mientras que las compensaciones a precios más largos se han mantenido por sobre ese nivel, pero con bastantes oscilaciones.

Al respecto, el señor Soto hace presente que la información proveniente de las mesas de dinero indica que sí ha habido una corrección importante en la tasa, sobre todo en las perspectivas de inflación a un año, que pasaron de cerca de 1% a algo por sobre 2%, mientras que a dos años ya están cercanas a 3%, después de haber permanecido un buen período por debajo de 3%, más bien en torno a 2,5%.

Las expectativas para la TPM, continúa, dan cuenta de un aumento de la TPM bastante significativa. Tanto en la encuesta como en la curva *forward* que se calcula con la metodología de la Gerencia, esta estaría algo por sobre 3%, y en torno a 3% a fines de 2010.

Antes de finalizar, el señor Claudio Soto informa que durante la mañana se recibieron los resultados preliminares sobre la encuesta de créditos bancarios al tercer trimestre del presente año.

El Presidente agradece la exposición del señor Soto y concede la palabra al señor Kevin Cowan para que se refiera a los resultados de la citada encuesta.

El señor Kevin Cowan comienza su intervención, señalando que aún falta recibir la respuesta de una empresa bancaria, pero que, en todo caso, en los resultados preliminares se aprecia que el 25% de los bancos declara estar otorgando créditos en condiciones más flexibles o menos restrictivas respecto al semestre anterior, esto es, respecto de marzo y junio. Agrega que con relación a trimestres anteriores, las empresas bancarias están prestando con *spreads* más bajos y que las garantías exigidas y los plazos se mantienen en general estables, siendo la única excepción el segmento de créditos a grandes empresas, para las cuales se flexibilizan los tres márgenes, esto es, *spreads*, monto y precios.

En relación con la demanda de créditos, menciona que, en términos netos, el 30% de los gerentes comerciales de los bancos reportan percibir condiciones de demanda más expansivas para préstamos hipotecarios, de consumo y PYMES, en tanto que poco más del 25% de ellos informa condiciones de demanda más expansivas respecto al trimestre anterior para las empresas inmobiliarias y grandes empresas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 145
Política Monetaria
13.10.2009 15.-

Siendo las 12:45 horas, y no habiendo más comentarios, el señor Presidente da por finalizada la sesión de la mañana, indicando que la reunión de la tarde comenzará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 145, dejándose constancia que el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco excusó su asistencia en razón de otros compromisos relativos a su cargo, vinculados con la discusión de la Ley de Presupuesto del próximo año.

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

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, comienza su intervención recordando que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual, como también continuar aplicando las medidas complementarias adoptadas en la Reunión de julio, y reiteró que la TPM se mantendría en el nivel mínimo de 0,50% por un período de tiempo prolongado.

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 seguido asentándose. Informa que los mercados accionarios y los precios de *commodities* siguen con fluctuaciones, pero alcanzando niveles no muy distintos de los observados en la última RPM, en tanto que las primas por riesgo crediticio han tendido a disminuir.

A nivel local, señala que las noticias de actividad han llevado a revisar al alza las perspectivas de crecimiento para el segundo semestre, en especial para el trimestre recién pasado, por lo que el PIB caería 1,5% en el 2009. Indica que la velocidad anualizada promedio del segundo semestre se ubicaría ligeramente por sobre el 6,5% implícito en las proyecciones del último *IPoM*, precisando que la mitad de la revisión corresponde a minería.

La inflación del IPC en septiembre, continúa, estuvo algo por encima de lo previsto internamente, pero sorprendió más al mercado. Se estima que las diferencias con respecto al escenario interno considerado son menores, estando vinculadas a factores específicos, y sin presentar novedades mayores en las tendencias de inflación subyacente y total a seis meses plazo.

En cuanto a las tasas de interés de colocación, el señor Pablo García informa que se mantuvieron estables, mientras que el volumen de crédito muestra un tímido repunte y los agregados monetarios, aunque registran una expansión significativa, crecen algo por debajo de las condiciones de política monetaria actuales. Agrega que el peso ha tenido una depreciación en términos multilaterales del orden de 2%, en contraste con el comportamiento de la mayoría de las monedas de economías emergentes.

Para finalizar su reporte, el señor García hace presente que desde la última Reunión, la trayectoria de la TPM implícita en los precios de activos tuvo un alza de entre 50 y 100 puntos base, a entre uno y dos años, ubicándose por encima de la trayectoria que estaba implícita en el escenario base del *IPoM* para la política monetaria.



A continuación, el señor Gerente de División expone las Opciones, planteando que, debido a la reciente divulgación del *IPoM*, es natural que para las opciones de esta ocasión se consideren dos aspectos. En primer lugar, una evaluación de si las noticias coyunturales modifican de manera relevante la trayectoria implícita para la TPM en el *IPoM*; y, en segundo lugar, la forma como el mercado puede internalizar la decisión de hoy día y los riesgos asociados.

Respecto del primer tema, el señor Pablo García manifiesta que se podría argumentar que el escenario macroeconómico es ligeramente más positivo que el evaluado en el *IPoM*, pero que las magnitudes son acotadas. Por ejemplo, dada la revisión del crecimiento para este año, la brecha de capacidad podría ser 0,3 ó 0,4 puntos porcentuales menos negativa en el segundo semestre de este año. Si ello es transitorio, se puede inferir una trayectoria de la TPM a lo más 25 puntos base mayor que la contemplada en el *IPoM* por este factor. Luego, hace presente que las noticias desde el punto de vista inflacionario son ambivalentes, puesto que a pesar que la inflación subyacente se ubica algo por encima de lo previsto para los próximos meses, la inflación total está por debajo, y ambas en magnitudes acotadas. Añade que las expectativas inflacionarias se mantienen en torno a la meta de inflación a plazos medianos y que se han acercado a la trayectoria prevista en el *IPoM*. El tipo de cambio real, por su parte, se mantiene en un nivel más depreciado que al momento de elaborar el *IPoM*, del orden de 3%, lo que por sí mismo debería tener efectos inflacionarios acotados si se considera una convergencia a niveles congruentes de largo plazo.

Teniendo presente lo anterior, el señor García sostiene que las noticias coyunturales parecen ser insuficientes para alterar el panorama de política monetaria considerado en el *IPoM*, en el sentido de mantener un estímulo monetario prolongado y contemplar un aumento de la TPM hacia el segundo trimestre del próximo año. En otras palabras, plantea que las noticias coyunturales de actividad e inflación no son suficientes como para adelantar el inicio del proceso de normalización de la TPM para, por ejemplo, fines de este año o el primer trimestre del próximo.

Esto, prosigue, lleva a la segunda consideración para las opciones en esta reunión. Desde la RPM pasada, la estructura de tasas de interés se ha levantado de manera significativa. La curva *forward* se ubica, a 24 meses plazo, en torno a 100 puntos base por encima de la trayectoria observada en la RPM pasada, y que se consideró congruente con el escenario del *IPoM*. Los precios de los activos financieros están internalizando un escenario más positivo, del cual, a su vez, se puede deducir una política monetaria que inicia una normalización más rápida que la implícita en el *IPoM* hacia principios del primer trimestre.

Por lo tanto, estima que las decisiones que se adopten en esta Reunión deberán considerar este contexto. En su opinión, validar un escenario de política monetaria como el del mercado, implicaría considerar que las perspectivas inflacionarias y de crecimiento requieren un retiro del estímulo monetario más adelantado que lo que se ha considerado con anterioridad. Como se señaló, la evaluación interna de estos antecedentes coyunturales no permite llegar a dicha conclusión. Añade que existen, por supuesto, escenarios de riesgo que pueden llevar a una trayectoria como la implícita según el mercado, pero que no es evidente que los riesgos estén totalmente sesgados en esa dirección. En efecto, menciona que, a nivel global, las perspectivas de crecimiento no están totalmente asentadas, debido al aún inconcluso proceso de reestructuración financiera, de desapalancamiento en el mundo desarrollado y de rebalanceo de la economía global. Como en otras ocasiones, expresa que es útil considerar la decisión de políticas en el contexto de los riesgos asociados.



Prosiguiendo con el análisis anterior, señala que es posible que la visión más optimista del mercado termine siendo la correcta. En tal caso, el mismo desplazamiento actual de la estructura de tasas provee de un menor estímulo monetario, que, de ser necesario, puede ser validado con posterioridad con medidas de política monetaria más agresivas. Manifiesta que no hay nada en el esquema de políticas, convencional o no convencional, que limite este accionar del Banco Central de Chile, sobre todo si se da en un contexto de mejora generalizada del entorno cíclico.

Asimismo, advierte que en caso de no darse el escenario más optimista por parte del mercado, un retiro anticipado del estímulo monetario puede ser costoso, puesto que involucraría una doble reversión de política en el contexto de la implementación de medidas no convencionales que buscan asentar la credibilidad de las decisiones de TPM. Adicionalmente, la exposición al riesgo de tasas de interés por parte de diversos agentes e inversionistas puede acrecentar el efecto contractivo inicial de un retiro del estímulo monetario, si el contexto macroeconómico global muestra un nuevo debilitamiento cíclico.

Como es habitual, destaca que existen consideraciones estratégicas y comunicacionales, que en el contexto de la implementación de políticas monetarias no convencionales adquieren una relevancia particular. En primer lugar, aconseja tomar en cuenta que la implementación de medidas no convencionales buscó asentar en el mercado la percepción de que la política monetaria iba a ser estimulativa por un tiempo prolongado, lo que se logró al alinear los precios de activos con la trayectoria que se consideraba adecuada. Advierte que este tipo de estrategias implica riesgos y costos, pues tienen ingredientes que limitan la discrecionalidad en la toma de decisiones. Recuerda que estos costos estuvieron presentes en la discusión al momento de adoptar dichas decisiones y fueron sopesados con los beneficios de lograr el estímulo macro apropiado.

Por otra parte, el señor Pablo García manifiesta que la utilización de medidas no convencionales ha tenido como objeto complementar, y no reemplazar, la conducción de la política monetaria, la que se sustenta en el nivel actual y las perspectivas para la TPM. Por lo tanto, la alteración de estas medidas no convencionales se puede basar principalmente en la evaluación de si contribuyen o no a la decisión de política monetaria que se ha adoptado, en términos de la trayectoria para la TPM en el horizonte de política. Luego, una modificación de estas medidas complementarias en la actual coyuntura sería coherente con la visión de que hay una probabilidad elevada de que el estímulo monetario se comience a retirar antes de lo contemplado en el *IPoM*. Alternativamente, plantea que si se considera que el escenario del *IPoM* sigue siendo válido, la opción más plausible es mantener la TPM en su nivel actual y continuar aplicando las medidas complementarias adoptadas en julio.

Finalmente, y respecto del comunicado, el señor Gerente de División de Estudios estima que es posible considerar dos alternativas, esto es, señalar que el mercado está esperando un retiro del estímulo monetario más anticipado que el contemplado en el *IPoM*, y/o que el entorno macroeconómico actual no difiere mayormente de las proyecciones incorporadas en dicho *Informe*.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación del Gerente de División de Estudios, señor Pablo García, y ofrece la palabra para comentarios.



El Gerente de Investigación Económica, señor Luis Felipe Céspedes, indica que, como en toda RPM, la interrogante que surge es si los nuevos antecedentes presentados desde la RPM pasada apuntan a alterar la trayectoria de TPM delineada.

El señor Céspedes plantea que dichos antecedentes exhiben, por una parte, un ritmo de crecimiento ligeramente mayor en el corto plazo que lo esperado en la RPM pasada, no obstante que su efecto, como señaló el señor Gerente de División de Estudios, es acotado a la trayectoria de tasas. En segundo lugar, señala que se observa una trayectoria de corto plazo con una inflación completamente en línea con lo esperado en el *IPoM* de septiembre.

Menciona que las noticias por el lado externo muestran también un escenario en línea con el esperado en septiembre, e informa que en semanas recientes se ha detectado el inicio de procesos de normalización monetaria en Australia e Israel, lo que ha generado expectativas de que, potencialmente, otras economías pueden entrar en un proceso similar, tal como lo señala la Minuta de Antecedentes.

El señor Luis Felipe Céspedes hace notar que la situación cíclica de ambas economías, en especial la de Australia, es particularmente distinta de la del grupo de economías que han realizado importantes recortes en sus tasas de interés. A modo de ejemplo, expresa que una muestra es que la brecha producto de Australia sería básicamente 0 en el año 2009 y la inflación se encuentra ligeramente por debajo de la meta del 2 a 3%. En este contexto, la TPM australiana se ubica por debajo de la TPM promedio para los últimos 10 años. En consecuencia, plantea que no sería alejado de la realidad suponer que la instancia monetaria se acercará gradualmente a su nivel neutral.

En cuanto a lo que ocurre con el resto de los países desarrollados, el señor Gerente de Investigación Económica hace presente que la situación es muy similar a la que se debiese esperar a partir de un simple cálculo de la regla de Taylor. La brecha producto para las cinco economías, respecto de las cuales no se esperan cambios para la TPM el próximo año, conforme a lo expuesto durante la mañana, muestra una brecha producto entre -5 y -7%, con la excepción de Suiza, cuya brecha de producto sería -1%. Agrega, que todos estos países exhiben inflaciones por debajo de sus metas o cercanas a sus metas. Como consecuencia de lo anterior, las estimaciones indican que la TPM debe ser 0% o negativa. Aclara que el análisis anterior no está completo, toda vez que falta señalar qué se espera para el crecimiento del año 2010. No obstante, explica que de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, estas economías cerrarían el año 2010 con una brecha ligeramente menor que la del año 2009, es decir, que sería en torno o por sobre su PIB potencial.

En esta dimensión, el señor Céspedes sostiene que en Chile, la brecha para este año debiese estar en torno a -4%, asumiendo básicamente un crecimiento del segundo semestre de 6,5%, semestre contra semestre, y asumiendo que en el primer semestre había una brecha de -5 ó -4%. Asimismo, asumiendo que la economía cierre con una brecha producto el próximo año un punto menor que la de este año, es decir con una brecha de -3 y -4% y una inflación ligeramente por debajo de la meta, un cálculo simple indica que la TPM debe estar en torno al 3% a fines del año 2010, en línea con lo señalado por el *IPoM* de septiembre.



Con todos estos antecedentes, el señor Gerente de Investigación Económica expresa que el mercado espera una trayectoria más elevada, que puede estar justificada en un crecimiento esperado más alto que reduzca brechas y acelere la inflación. Sin embargo, manifiesta que esto no parece ser el caso, toda vez que utilizando el crecimiento esperado por el consenso de analistas para el año 2010, las brechas se mantendrían. Lo anterior, continúa, asume un PIB potencial común y no parece ser del caso suponer que el mercado espera un PIB potencial distinto del estimado por el Banco. Añade que tampoco se tiene algún *shock* de oferta a la vista, ya que lo cierto es que las tasas esperadas por el mercado son mayores que las implícitas en el *IPoM*. En una situación de mayor normalidad, la estructura de tasas vuelve a ser un mecanismo clave de propagación de la política monetaria. Agrega también que es probable que una menor expansividad en comparación con la deseada solo se verifique algunos trimestres más adelante. En todo caso, el tiempo que ha transcurrido es poco, por lo que aconseja no llamar a la alerta, sino más bien a permanecer atentos a si esta tendencia continúa, por cuanto puede tener efectos que realmente sean visibles en los próximos trimestres.

No obstante lo anterior, el señor Luis Felipe Céspedes destaca que no puede descartarse una desaceleración importante en el crecimiento. El tipo de cambio real en relación con el ritmo de recuperación puede originar este despegue más acelerado, ya que, en su opinión, el tipo de cambio real ha jugado un papel clave. El mayor tipo cambio en una situación de condiciones crediticias más restrictiva es clave para financiar las actividades del sector transable, afirma, por lo que no es raro entonces que, no obstante que una economía no exhiba un crecimiento del crédito fuerte, como es la evidencia en la mayoría de los países en su recuperaciones cíclicas, puede lograr una recuperación sobre la base de su sector transable. Pero esta es una crisis global, precisa, por lo que el espacio para el sector transable es más acotado que en una situación normal. Luego, lo anterior implica que una recuperación rápida, por sobre lo esperado, podría venir de la mano de una represión en alguno de los *shocks* que nos han afectado, como, por ejemplo, *shocks* de optimismo y/o de un crecimiento vigoroso del sector no transable. Señala que un requisito básico para lo anterior sería el comportamiento del sector financiero. Sin embargo, las señales en esta dirección, a la fecha, no apuntan a un despegue del crédito, por lo que sugiere permanecer atentos. Los riesgos que se enfrentan son de alguna forma simétricos. El riesgo de ser muy contractivo en relación con lo que se requiere, repercutiría en un menor crecimiento y los espacios para actuar serían menores. Ahora bien, sostiene que si la economía retoma un ritmo de crecimiento rápido que lleve a un cierre más rápido de brechas, la existencia de una brecha significativa reduce la probabilidad de enfrentar un sobrecalentamiento de la economía. A su juicio, las señales en tal sentido serían detectadas a tiempo y la TPM podría ser ajustada en línea con lo que se requiera para mantener la inflación controlada.

El señor Presidente agradece los comentarios del señor Céspedes y ofrece la palabra al Gerente de División de Política Monetaria, señor Kevin Cowan.

El señor Cowan señala que, desde la última RPM, en el mundo ha continuado la gradual mejora en la actividad económica y en las perspectivas de actividad para los próximos veinticuatro meses, a la vez que una caída generalizada de la incertidumbre. No obstante esta evolución favorable de las expectativas, indica que persisten amenazas significativas para la recuperación económica, en especial en Europa y Estados Unidos. Por un lado, menciona que algunos mercados financieros claves, que habían sido importantes fuentes de financiamiento antes de la crisis, permanecen cerrados, como es el caso de la securitización privada en Estados Unidos. Por otra parte, hace presente que la banca aún enfrenta dificultades de financiamiento en economías desarrolladas, como se evidencia en los *spreads Libor OIS* de



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 145
Política Monetaria
13.10.2009 20.-

mayores plazos y el continuo uso de garantías estatales para levantar financiamiento a mayores plazos.

Finalmente, informa que persiste el deterioro de la cartera de Estados Unidos y Europa, reflejado, por ejemplo, en la fuerte alza de castigos netos a las recuperaciones en la banca de Estados Unidos en los últimos semestres. Estas dificultades de financiamiento bancario y pérdidas por provisiones, explica, interactúan en Estados Unidos y en algunos países de Europa con el sobreendeudamiento de algunos hogares para generar las caídas en créditos que se mostraron durante la sesión de la mañana. Los bajos niveles de confianza del consumidor en estos países son consistentes con este fenómeno, puntualiza. Asimismo, señala que a lo anterior corresponde agregar el desafío que enfrentan los países desarrollados, de lograr un ordenado retiro de sus programas de apoyo financiero sin generar nuevos episodios de inestabilidad financiera. El señor Gerente de División agrega, que todos estos fenómenos apuntan a escenarios de riesgos de actividad más baja, por lo que considera prudente un grado mayor de escepticismo que lo habitual a la hora de analizar las continuas mejoras a las proyecciones para los próximos 24 meses, así como el alza de ciertos precios de activos. Para finalizar, indica que todo lo anterior sugiere que el escenario externo del *IPoM*, así como el escenario de riesgo, siguen siendo aún válidos y, por tanto, la política monetaria implícita en ese escenario, por lo menos en cuanto a condiciones externas, sigue siendo igualmente válida.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la intervención del señor Cowan y no habiendo más comentarios, da paso a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que la tendencia de la actividad en Chile está en línea con las proyecciones internas, que la cifra de inflación también fue similar a lo esperado internamente y que las expectativas de inflación siguen señalando una convergencia hacia 3% hacia fines del 2010 o comienzos del 2011.

En su opinión, la novedad más grande por el lado de la inflación es que los cambios metodológicos han introducido volatilidad en las mediciones mes a mes del IPC y, por lo tanto, existe una fuente de incertidumbre sobre la evolución futura de la inflación. Expresa que si bien a mediano plazo estos efectos desaparecen y solo quedan los determinantes fundamentales de la inflación, es importante enfatizar el punto, porque así como una parte menor, pero no despreciable, de la caída en la inflación reflejó cambios puntuales, la reversión de estos efectos o la aparición de sorpresas positivas en ciertos ítems no se pueden descartar, y tampoco deben llevar a lecturas equivocadas por parte del mercado o de parte del Banco.

El señor Claro sostiene que, en general, durante el mes se ha consolidado una recuperación importante de la actividad en Chile y en el resto del mundo, lo que justifica las mejores perspectivas que se observan tanto en la percepción de productores y consumidores como en los precios de los activos financieros.

Respecto del plano interno, el señor Consejero manifiesta cierta preocupación por la evolución de los salarios, que no han dado muestras de tener un ajuste en concordancia con el ciclo, lo que puede dificultar una recuperación del empleo y ser, eventualmente, una fuente indeseada de presiones de costos. Menciona que no le queda claro si la información que entrega el análisis sobre las cláusulas de indexación habituales es precisa, por lo que es un tema que se debiera analizar con detalle y anticipación para el *Informe* de diciembre.



El señor Consejero declara concordar con la visión optimista en el corto plazo, pero que es algo escéptico o algo más cauteloso respecto de las perspectivas de mediano plazo, quizás por muchas de las razones que mencionaba el Gerente de División de Política Financiera, señor Kevin Cowan. Además, las noticias en el plazo internacional son complejas de ponderar, porque muchos elementos apuntan a una recuperación algo más lenta después de un rebote inicial fuerte. De hecho, todavía existen dudas sobre la posición de los bancos post crisis, sobre el endeudamiento de los hogares en Estados Unidos, sobre la posición fiscal norteamericana, la evolución del dólar y sobre la incapacidad de muchos países en desarrollo con altos niveles de ahorro de compensar esta presumible caída del consumo en Estados Unidos.

En razón de lo anterior, el señor Claro expresa que, en su opinión, se justifica continuar con la estrategia de política monetaria de mantener la tasa en su nivel actual por algunos meses, aunque no se pueden descartar cambios en esa estrategia en las próximas reuniones. Señala que si bien las noticias hoy apuntan, en el margen, a una situación algo más favorable que la percibida en las últimas reuniones, estima prudente esperar a tener más información antes de señalar un cambio en alguna dirección. Es por ello que vota por mantener la TPM en 0,5%.

Por otra parte, el Consejero señor Sebastián Claro agrega que, según su parecer, hoy sí hay espacio para evaluar la continuidad de la FLAP. Recuerda que en julio, cuando se implementó la FLAP a 90 y 180 días, se observaban algunas fricciones en el mercado monetario, que hacían que las tasas del mercado monetario entre 180 días y 2 años estuvieran sustancialmente por sobre las trayectorias de tasas de política monetaria congruentes con la convergencia de la inflación, que en ese momento era muy baja y prolongada. Indica que esa situación extraordinaria ha cambiado, ya que hoy las tasas del mercado han subido, pero en respuesta a un fenómeno completamente distinto, que es la perspectiva de recuperación y de aumento en la inflación hacia la meta.

Al respecto, precisa que cuando votó a favor de su implementación en la reunión de julio, manifestó que la extensión de la FLAP dependía de dos elementos: en primer lugar, de la estimación del Consejo acerca de la trayectoria de tasas a corto plazo consistente con la meta de inflación. En la actualidad, señala, la trayectoria del mercado de la tasa está algo por arriba de la trayectoria del escenario central del *IPoM*, en particular considerando un alza de la tasa en el primer trimestre del 2010 y no en el segundo trimestre. Añade que existe incertidumbre sobre esta trayectoria y que es posible que el mercado esté siendo muy optimista y anticipe cambios en la tasa de interés más bruscos y rápidos de lo razonable. Esta discusión es muy válida, pero la sintonía fina de estas diferencias no justifica por sí sola la existencia de la FLAP, puntualiza.

Una segunda justificación para la existencia de la FLAP, prosigue, son el grado de incertidumbre acerca de la proyección de inflación y de tasas, así como la excepcionalidad de la situación, que requieran apoyar la decisión de política monetaria con ese instrumento adicional. La situación en este sentido ha cambiado desde julio, por lo que, en su opinión, es deseable evaluar volver al esquema original. Ello, aclara, no significa cambiar de objetivo, pero sí de instrumento. Por cierto que esto implica el riesgo de validar una trayectoria de tasas por parte del mercado, que es considerada como muy optimista. Indica que esta tensión va a ser creciente en las próximas semanas, ya que gran parte de la incertidumbre que puede justificar mayor cautela no debiera resolverse en el corto plazo. Luego, en la medida que este proceso se atrase, el impacto sobre las tasas de mediano plazo puede ser mayor. Para ello, entonces, se



debe promover una comunicación que enfatice que la decisión sobre trayectoria de tasas no está atada al instrumento utilizado.

El señor Claro hace presente que la modificación de la FLAP es compatible con una comunicación que enfatice que las condiciones macroeconómicas se mantienen en línea con lo esperado, lo que justifica mantener la tasa en su nivel actual por un tiempo prolongado, mientras que las modificaciones a la FLAP se explican por las señales de estabilidad mundial y local, que hacen prudente volver al instrumento de política monetaria tradicional.

Para finalizar, el señor Consejero manifiesta que se hace necesario estudiar modificaciones a la FLAP en las próximas semanas, razón por la cual declara estar disponible para evitar o minimizar las indicaciones sobre este tema en la Minuta, de tal forma de evitar que esta anticipe un movimiento de este tipo. Sin embargo, hace presente su preocupación en cuanto a que a partir de esta Reunión y su Minuta pública, el Consejo aparezca totalmente silenciado y desvinculado de la discusión sobre *exit strategy*, no por la necesidad de anticipar un movimiento, sino, por el contrario, porque esto va a alimentar aun más la especulación. En consecuencia, plantea que en la medida que los próximos datos de actividad e inflación confirmen la tendencia actual, los costos de la salida van a ir creciendo, por lo que, a su juicio, es importante comenzar luego con una discusión al respecto.

A continuación, toma la palabra el Consejero señor Enrique Marshall, quien comienza su exposición agradeciendo al *staff* por el apoyo brindado.

El señor Consejero señala que las noticias del último mes han inyectado optimismo, pero no modifican de forma importante el escenario macroeconómico delineado en el último *IPoM*, entregado solo un mes atrás.

En el frente externo, menciona que todo parece indicar que la economía global ha entrado en una fase de crecimiento bastante generalizada. Se advierten, eso sí, diferencias entre diversas economías y entre sectores económicos. Añade que la producción industrial, que se desplomó a partir del cuarto trimestre del año pasado, aparece liderando la recuperación en esta fase del ciclo.

En cuanto a los mercados financieros, el señor Marshall destaca que han seguido mostrando avances y que, salvo aquellos que experimentaron daños estructurales o de mayor envergadura, dichos mercados han alcanzado un razonable grado de normalidad y denotan una clara recuperación de la inclinación al riesgo. En varios casos, enfatiza, los avances han sido tan rápidos y tan vigorosos que no se pueden descartar correcciones significativas.

No obstante lo anterior, el señor Enrique Marshall estima que la economía y las finanzas globales muestran todavía fragilidad, ya que actores económicos relevantes siguen enfrentando restricciones en sus respectivas hojas de balance; la banca, además de problemas estructurales, enfrenta el deterioro de cartera, propio de un ciclo a la baja; el mercado de títulos securitizados, importante proveedor de crédito, permanece todavía bastante cerrado; las reformas financieras avanzan lentamente, lo que mantiene la incertidumbre respecto del marco regulatorio que deberá enfrentar la industria bancaria en los próximos años; y los desequilibrios globales siguen generando amenazas sobre el comercio y las finanzas a nivel global.



Adicionalmente, como las políticas de estímulo han sido claves en la recuperación, el Consejero señor Enrique Marshall advierte que existe preocupación por la forma y la secuencia con que estos estímulos serán retirados y por sus efectos económicos y financieros.

Señala que no es extraño, entonces, que se hayan consolidado dos visiones un tanto divergentes respecto de la recuperación de la economía global: una con un sello más bien optimista, proveniente de los actores y analistas de mercado, que tienden a proyectar las tendencias observadas hasta ahora, y otra más bien pesimista, basada en los problemas aún no resueltos en las economías desarrolladas.

En el frente doméstico, el señor Consejero indica que los mercados financieros y cambiarios, que ya han alcanzado bastante normalidad, han asimilado ordenadamente las nuevas noticias de inflación y actividad real.

Respecto del crédito bancario, el señor Marshall hace presente que sigue debilitado, pero que algunos de los componentes muestran un repunte en el margen. Las tasas de interés presentan movimientos mixtos. Ello sugiere que el traspaso de la rebaja de la TPM, en su parte principal, habría concluido. Agrega que existe espacio para nuevos recortes en las tasas de interés, porque los márgenes permanecen todavía en niveles relativamente altos, pero los ajustes en adelante estarían condicionados a que se afirme la recuperación y se reduzca el riesgo de crédito.

El Consejero señor Enrique Marshall menciona a continuación, que las últimas cifras de demanda y actividad reafirman el crecimiento proyectado para este semestre. El Imacec, ajustado por estacionalidad, muestra variaciones mensuales positivas en sus cuatro últimos registros y numerosos indicadores sectoriales confirman el repunte de la actividad. Añade que las perspectivas de crecimiento para este año han mejorado marginalmente, pero que las nuevas estimaciones no implican desviaciones significativas respecto de lo proyectado con anterioridad.

Agrega que el empleo, por su parte, entrega señales incipientes de estabilización, pero las remuneraciones siguen mostrando poca sensibilidad a las condiciones del mercado laboral, lo que podría tener implicancias para la recuperación.

Refiriéndose al registro de inflación de septiembre, el señor Marshall manifiesta que si bien este fue alto, sorprendió al mercado solo en algunas décimas, lo que, en todo caso, no cambia las proyecciones de inflación ni para el corto ni para el mediano plazo. Sostiene que las perspectivas de una convergencia de la inflación a la meta siguen bien fundadas, especialmente por las proyecciones en materia de actividad, en tanto que las expectativas de mercado para el mediano plazo siguen bien ancladas en torno a la meta.

El señor Consejero plantea que las noticias del último mes han llevado a un empinamiento de la curva de expectativas para la TPM, pero que esta no sugiere, por el momento, un adelantamiento significativo del retiro del estímulo monetario.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall estima que el escenario macroeconómico ha evolucionado bastante en línea con lo anticipado, por lo que los lineamientos de política no deberían cambiar. En su opinión, se conserva plenamente vigente la recomendación de mantener el actual estímulo por el tiempo que se señaló en el último *IPoM*, lo



que debe ser reafirmado, más allá del ajuste observado en la curva de expectativas de mercado.

Sin perjuicio de lo anterior, a juicio del señor Consejero, se ha iniciado una fase en la cual la atención del mercado se dirige hacia el proceso de normalización de la política monetaria. En esa perspectiva, formula los siguientes comentarios.

El primero, que para reforzar la efectividad de la política monetaria, el Banco asumió en meses anteriores ciertos compromisos en relación con la trayectoria de la TPM. Precisa que si bien estos no constituyen una restricción absoluta para las decisiones que se adopten, cualquier cambio que se introduzca debe estar muy bien fundado y responder a un cuidadoso análisis de costos y beneficios.

El segundo, que en la fase inicial del proceso de salida, mientras la recuperación sea aún frágil, la política monetaria deberá calibrar cuidadosamente los pasos que se adopten, porque los riesgos de adelantarse son altos y, en ningún caso, menores que los riesgos de incurrir en un eventual atraso, que siempre puede ser corregido con prontitud.

Como tercer comentario, que el retiro del estímulo monetario debe guardar relación con los ajustes en las condiciones financieras y crediticias impuestas por los mercados y asumidas por las personas y empresas. En su opinión, mientras esas condiciones permanezcan en niveles más bien restrictivos, por consideraciones de riesgo de crédito, el retiro del estímulo monetario puede resultar prematuro. Es por ello que no está demás recordar que, después de pasar por un ciclo a la baja, la oferta de crédito de los bancos reacciona por lo general con un cierto rezago frente a cambios en las condiciones macroeconómicas.

Para finalizar, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que, en su opinión, las medidas complementarias requerirán necesariamente una revisión, con el objeto de mantener su congruencia con las señales de política monetaria. Ello debería ocurrir prontamente, puntualiza. Agrega que le preocupa el tema del plazo de las operaciones de financiamiento, pero también el uso de los depósitos bancarios para el perfeccionamiento de las mismas, por lo menos mientras los financiamientos sean a plazos más largos que los habituales. Al respecto, y por razones de prudencia, solicita expresamente que este comentario quede consignado en el Acta, pero que se excluya toda referencia al mismo en la Minuta.

En suma, el Consejero señor Marshall vota por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50% y por no innovar en las medidas complementarias.

El Consejero señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff* y expresa que hace suya la lista de antecedentes relevantes a considerar desde la Reunión anterior, contenida en el párrafo dos de la Minuta de Opciones, a la que añade los siguientes elementos y comentarios.

En primer lugar, señala que las expectativas de crecimiento para los Estados Unidos mantienen una distribución claramente bimodal, donde la proyección del escenario base sigue ubicándose en un punto intermedio entre esas dos modas. Al respecto, indica que la última proyección del WEO y del Fondo Monetario está claramente en el hemisferio menos optimista para esa economía, dando cuenta de que los principales desequilibrios globales no han terminado de corregirse, todo lo cual apunta a que los escenarios de riesgo de la economía internacional siguen siendo los analizados en el último IPoM.



En segundo término, menciona que la inflación de septiembre sorprendió al mercado, pero que solo fue marginalmente superior a la que esperaba el Banco.

En tercer lugar, hace presente que algunos *spreads* entre las tasas de interés de colocaciones y captaciones del mercado interno han seguido ajustándose hacia la normalidad, pero que hay otros que se mantienen superiores a sus promedios históricos, lo que da cuenta de que el ajuste de traspaso de la TPM hacia las tasas de colocación todavía tiene elementos pendientes.

Como cuarto punto, el Consejero señor Manuel Marfán señala que el dólar de Estados Unidos ha seguido depreciándose respecto de la mayoría de las monedas del mundo, siendo el peso chileno una de las excepciones. De hecho, el tipo de cambio real multilateral de Chile ya supera, aunque marginalmente, el nivel que se estima compatible con sus fundamentos de largo plazo. El tipo de cambio *forward* apunta a que se trataría de un fenómeno transitorio que debiera corregirse en un plazo relativamente breve, aunque se dé el escenario central, en que la TPM se mantendría en su nivel actual durante un período prolongado.

En quinto lugar, el señor Consejero plantea que la elevación de la curva *forward* de la TPM da cuenta de un cambio en las expectativas privadas que no tienen un asidero en el análisis habitual del Banco.

En opinión del Consejero señor Manuel Marfán, en términos generales, la información que se ha incorporado desde la RPM anterior tiende a reforzar la validez de que el escenario central sigue siendo el más probable. También, y como corolario de lo anterior, que las implicancias de política de ese escenario siguen siendo válidas, esto es, que la TPM debiera mantenerse en su nivel actual durante un período prolongado y comenzar un proceso lento de normalización hacia el segundo trimestre del próximo año. Agrega que el análisis que se desprende de los modelos secundarios tiende a validar las implicancias de política de los modelos principales. Así, el señor Marfán estima que la opción única a considerar en esta oportunidad es la de mantener la tasa y validar la vigencia del escenario central con las respectivas implicancias de política en el Comunicado de hoy.

En consecuencia, el Consejero señor Manuel Marfán vota por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual y ratificar en el Comunicado la validez del escenario central.

Antes de terminar de fundamentar su voto, el señor Consejero comenta la Minuta de Opciones, que en esta oportunidad ofrece como una de las opciones un ingrediente comunicacional con el que manifiesta estar en desacuerdo. En efecto, sostiene que el validar o no las expectativas privadas constituye una opción solo cuando hay consideraciones tácticas de por medio, donde los elementos fundamentales no dan una alternativa clara de política. A su juicio, validar esas expectativas en circunstancias como las actuales resulta contraproducente tanto por razones fundamentales como por razones tácticas. En lo fundamental, señala que es sabido que si la política monetaria con metas de inflación se construye a partir de las expectativas privadas y no de las proyecciones de la autoridad, no existe un equilibrio al cual se pueda converger. En lo táctico, o en lo semitáctico, semifundamental, no hay elementos de error de tipo de 2, es decir, de que si el Banco se equivocara en la política, los costos serían superiores a lo contrario. No hay ese tipo de elementos que den cuenta de que quizás las expectativas del sector privado son las correctas y las del Banco las equivocadas. Por último, hace presente que si el Banco no da una señal de su discrepancia con las expectativas del



mercado cuando estas surgen, entonces omite entregar información relevante para la toma de decisiones privadas.

Respecto del tema de la FLAP, que ha sido comentado por los Consejeros que lo han antecedido, el señor Manuel Marfán reitera lo dicho el mes pasado, esto es, que estima que el Banco debiera iniciar la discusión de la estrategia de salida, ya que, a su juicio, cualquier modificación debería ser gradual, anticipada. Agrega que, en su opinión, parte importante del aumento de la curva *forward* se debe a que se esperan salidas quizás más bruscas que las que el Banco está considerando al respecto. Finalmente, formula la misma consideración efectuada por el Consejero señor Enrique Marshall respecto de la Minuta, en cuanto a excluir del texto de la misma los comentarios sobre esta materia.

Continuando con la votación, el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, indica que la decisión de hoy, a solo 30 días de presentado el *IPoM* se septiembre, depende de la validez que siga teniendo el escenario central de dicho *Informe*.

Para ello, señala que es conveniente revisar los principales desarrollos que han tenido lugar en el plano interno y externo en este período.

En el plano internacional, menciona que sigue consolidándose un panorama de recuperación de la actividad mundial que se asemeja al previsto en el *IPoM*, con una leve corrección al alza en las proyecciones de crecimiento para la zona Euro y Japón en el año 2010.

En los mercados financieros, por su parte, informa que se consolida la recuperación de los mercados accionarios, el aumento en el precio de los *commodities*, la depreciación de la paridad del dólar y una progresiva normalización de las primas por riesgo, destacando que todos estos desarrollos están dentro de las previsiones del escenario central del *IPoM*.

En el plano interno, el señor Vicepresidente hace presente que los resultados de la actividad de agosto fueron mejores que los proyectados, en buena medida por un mejor desempeño del comercio y la industria. Ello, precisa, es congruente con la mejora que observan los indicadores de confianza de los consumidores y las empresas, agregando que también se observa una progresiva normalización de los inventarios, que se aproximan a niveles históricos.

Estos antecedentes, prosigue, conducen a revisar al alza las proyecciones de crecimiento del segundo semestre en alrededor de dos décimas, lo que consolida una recuperación algo más rápida que la prevista en el *IPoM*. Sin embargo, la mitad de esta revisión al alza corresponde a la minería, un sector determinado esencialmente por condiciones de oferta.

En el plano inflacionario, el señor Jorge Desormeaux comenta que el elevado registro de septiembre sorprendió al mercado, pero que detrás de esta sorpresa hay esencialmente factores específicos que no afectan la tendencia de la inflación subyacente a mediano plazo.



Respecto de los mercados financieros, menciona que las tasas de interés se han mantenido esencialmente estables, que el *stock* de crédito experimenta un leve repunte y las condiciones financieras comienzan a evidenciar una mejoría en el margen. En tanto, el peso ha escapado a la tendencia global de apreciación respecto al dólar, y se ha depreciado en alrededor de un 2%.

En opinión del señor Vicepresidente, ninguno de estos desarrollos supone un distanciamiento significativo respecto a lo contemplado en el escenario central del *IPoM*. La corrección al alza del crecimiento del segundo semestre a lo más podría justificar una trayectoria de la tasa de política monetaria 25 puntos base superior a la considerada en dicho Informe; las noticias en el plano inflacionario, por su parte, no se traducen en una modificación de la trayectoria óptima de la TPM futura; y, por último, las expectativas de inflación se han acercado a la trayectoria prevista en el *IPoM* y convergen al 3% en un plazo de 24 meses.

En suma, como destaca el documento de Opciones, las noticias coyunturales de actividad e inflación no son suficientes como para adelantar el inicio del proceso de normalización de la TPM previsto en el *IPoM*.

El señor Desormeaux manifiesta que esta conclusión se contrapone, sin embargo, con la evolución que han experimentado las TPM *forward* previstas por el mercado, que han experimentado un alza de 90 puntos base a 12 meses y de 111 puntos base a 24 meses. De ello se desprende que el mercado estaría internalizando un escenario más positivo que el del *IPoM*, lo que obligaría a una normalización más temprana de la política monetaria, que se iniciaría a comienzos del primer trimestre de 2010.

En conclusión, el señor Vicepresidente señala que la decisión de hoy debe tomar en cuenta estos dos antecedentes: primero, que las noticias coyunturales no son suficientes para cambiar el curso futuro de la política monetaria; y, segundo, que el mercado espera un adelantamiento de la normalización de la política monetaria.

El señor Desormeaux declara compartir la visión de la Gerencia de División de Estudios, en cuanto a que la decisión de política debe basarse en los riesgos asociados a cada estrategia. Así, en caso de consolidarse el escenario optimista, el propio mercado contribuirá a reducir el estímulo monetario, lo que puede ser complementado con posterioridad con una política monetaria más agresiva. En cambio, si dicho escenario optimista no se materializa, un retiro prematuro del estímulo monetario puede ser particularmente costoso, puesto que obligaría a una reversión de política. A su juicio, ello adquiere mayor trascendencia si se considera que la política fiscal reducirá su estímulo en los próximos trimestres.

Esto, continúa, es válido tanto para el nivel de la TPM como para las medidas no convencionales que se introdujeron en julio pasado, y que procuran asentar en el mercado la percepción de que la política monetaria mantendrá su actual nivel de estímulo por un tiempo prolongado.

En suma, sostiene que la opción de esperar y acumular más información tiene hoy un alto valor.

En razón de lo expuesto, el señor Vicepresidente vota por mantener inalterada la TPM en su nivel actual de 0,50%, así como las medidas complementarias de política monetaria actualmente vigentes.



Asimismo, señala que también considera que el comunicado debe hacer referencia a que el entorno macroeconómico actual y sus implicancias de política no difieren mayormente de lo contemplado en el *IPoM* de septiembre.

Para finalizar, el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, hace presente que ha reservado sus aprensiones sobre la vigencia de las medidas complementarias de política monetaria, en particular de la FLAP, para la reunión especial sobre la materia que se llevará a cabo en el curso de la semana, de manera de no afectar las expectativas del público antes de que tenga lugar dicha discusión.

Finalmente, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que las noticias más recientes en términos de actividad e inflación se ajustan al escenario base presentado en el último *IPoM*. Indica que, tal como se esperaba, la inflación de septiembre sería puntualmente alta y que su elevado valor estaba en el rango de lo previsto por la Gerencia de División de Estudios, en tanto que la actividad seguiría en la senda de crecimiento iniciada en el mes de mayo. Con todo, manifiesta que la magnitud de la brecha de actividad y los efectos de los *shocks* de costos de meses anteriores, mantendrán la inflación en niveles muy bajos por lo que resta del año.

En este contexto, el señor De Gregorio declara que se mantendría la proyección que en el escenario más probable el estímulo monetario comenzaría a ser retirado en el segundo trimestre del próximo año.

Respecto de las tasas de interés, el señor Presidente hace presente que la reacción de éstas a las noticias de inflación y crecimiento resultaron en un alza en la estructura de tasas más allá de lo previsto en el escenario base del *IPoM*. Agrega que ha habido tal vez algo de optimismo en el sector privado, pero que, a su juicio, eso no hace más que acercarse a lo que el Banco ya planteó en el último *IPoM*, en cuanto a que la economía crecería entre 4,5 y 5,5% el próximo año, con la inflación contenida y la política monetaria expansiva que mantendría el actual nivel de la TPM por varios meses más.

El señor De Gregorio plantea que aunque la magnitud y persistencia del empinamiento de la estructura de tasas nominales aún no dan cuenta de una menor expansividad de la política monetaria, de mantenerse en el tiempo, ésta no sería coherente con el impulso requerido para que la inflación vuelva en un lapso de 24 meses a la meta de 3%. De hecho, el mercado estaría esperando que el estímulo monetario comience a ser retirado anticipadamente y, de acuerdo con las proyecciones del Banco, eso no es lo que las cifras recientes están indicando. Es por ello, que resulta de particular importancia enfatizar el mensaje de mantención prolongada de la actual tasa de política monetaria, la que ha sido complementada con medidas de política monetaria no convencionales. El señor Presidente subraya la importancia transmitir que la evolución de la economía es coherente con el escenario base del *IPoM*.

Al proseguir con su exposición, el Presidente, señor José De Gregorio, advierte que tanto la evolución de los precios de activos como el contexto internacional, sugerirían que habría riesgos relevantes de que la inflación permanezca baja más allá de lo deseable. Sostiene que esto podría tener consecuencias negativas sobre la evolución de las expectativas inflacionarias y la efectividad de la política monetaria cuando la TPM ya ha alcanzado su nivel mínimo. A pesar de las positivas señales de la economía mundial, en términos que se habría entrado en una fase de recuperación, hace presente que aún existen indicadores de fragilidad,



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 145
Política Monetaria
13.10.2009 29.-

en particular debido a que parte importante del aumento de la demanda está ocurriendo por la vía de un aumento de los inventarios, como también al hecho que aún debiera continuar un período de desapalancamiento y estrechez de demanda, mientras que la capacidad de mantener y profundizar, en caso de ser necesario, los estímulos monetarios y fiscales, está limitada. Añade que un deterioro de la recuperación mundial, que ya se contempla, será pausado, y podría tener repercusiones adversas sobre las perspectivas de actividad e inflación.

Con todo, manifiesta que un tema que se deberá resolver en los meses venideros es la forma en la cual se deberán ir deshaciendo las facilidades excepcionales de liquidez implementadas unos meses atrás y cuyo propósito ha sido fortalecer el compromiso de mantener la tasa de interés baja por varios trimestres. No obstante, enfatiza en que se debe evitar dar una señal de que la evolución de la economía está siendo distinta de lo proyectado en el *IPoM*.

Por lo anterior, el Presidente, señor José De Gregorio, vota por mantener la TPM en 0,5% y las medidas de política monetaria excepcionales adoptadas en julio.

Finalmente, sugiere que al preparar la Minuta se mencionen los temas de las FLAP y las medidas no convencionales, solo como una materia que será objeto de revisión en el futuro, pero que se excluyan las consideraciones de índole estratégico y comunicacionales.

145-01-091013 – Tasa de Política Monetaria

En mérito de lo anterior, el Consejo aprobó por la unanimidad de sus miembros, 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. El desempleo y la ocupación han permanecido estables. Las condiciones crediticias han mejorado en el margen, pero se mantienen estrechas.

En septiembre, la inflación del IPC se vio afectada por su estacionalidad habitual y el ajuste de la tarifa eléctrica. La dinámica salarial sigue acorde con sus 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 estima que el entorno macroeconómico y sus implicancias de política monetaria no difieren sustantivamente de lo contemplado en el *IPoM*. Por lo tanto, 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 17:35 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRANES
Ministro de Hacienda

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe