



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 146 celebrada el 12 de noviembre de 2009

En Santiago de Chile, a 12 de noviembre 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 Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de División Estudios Subrogante y
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente 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;
Economista Senior, doña Erika Arraño González;
Asesora de la Presidencia, doña Mariana García Schmidt; y la
Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, antes de dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 146, hace presente que esta es la última Reunión en la que participa el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, como miembro del Consejo. Es por esta razón que desea que quede constancia en el Acta el agradecimiento, en nombre del Banco, por sus diez años de esfuerzo, de compromiso con la Institución y de compromiso con la política monetaria. Expresa que el señor Desormeaux, sin duda, va a dejar su huella y su tremenda contribución al Banco, por lo que todos quienes lo conforman le están muy agradecidos. Para finalizar, le desea éxito en sus nuevas actividades.

A continuación, el señor Presidente da inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 146, indicando que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de mayo de 2010 para el día 13 de dicho mes. Asimismo, informa que la Reunión de diciembre se llevará a cabo el martes 15, a partir de las 9:00 horas, y continuará a las 14:00 horas en adelante con las decisiones finales, debido a que ese mismo día, una vez finalizada la Reunión, se deberá aprobar la parte final del resumen del *Informe de Política Monetaria, IPoM*, y el *Informe* mismo, el que será presentado el día siguiente, esto es, el miércoles 16 de diciembre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 146
Política Monetaria

12.11.2009 2.-

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

El señor Gerente de Análisis Internacional comienza su exposición, señalando que las cifras más recientes dan cuenta que continúa la recuperación de la actividad en la mayoría de las economías del mundo, que la producción industrial en los países desarrollados está bastante lejos, en general, del nivel de inicios del 2007, mientras que en el caso de las economías emergentes, varias están ya cerca de ese nivel. Destaca particularmente el caso de China, que prácticamente no sintió la crisis en materia de producción industrial, y que después de una pequeña caída ha mostrado una tendencia muy importante hacia el alza.

En materia de exportaciones reales, el señor Sergio Lehmann menciona que su comportamiento es similar al de la producción industrial, y que las exportaciones de las economías desarrolladas, en general, todavía no alcanzan los niveles que tenían a inicios del 2007, aunque sí están mostrando un crecimiento en el margen, especialmente en el caso de Japón. Las exportaciones reales de varias de las economías emergentes están por sobre los niveles registrados a comienzos del 2007, sobresaliendo nuevamente la evolución que ha tenido el sector externo chino.

El señor Gerente de Análisis Internacional hace presente que la confianza empresarial ha seguido creciendo y que casi todas las economías están sobre el pivote 50. La situación de confianza del consumidor, en tanto, es algo más heterogénea, si bien se puede destacar que está aumentando, en general. La excepción es Estados Unidos, cuyas cifras están particularmente influidas por la situación del sector construcción y el empleo.

En cuanto a la creación de empleo, el señor Lehmann informa que algunas economías están mostrando cifras positivas y otras, cifras negativas, subrayando nuevamente el caso de Estados Unidos, cuyas cifras laborales siguen dando cuenta de una destrucción en el empleo. Las tasas de desempleo en dicha economía siguen exhibiendo una tendencia al alza, lo mismo que en México, mientras que en el resto de las economías están relativamente estables.

El señor Sergio Lehmann señala a continuación que los precios de las viviendas en Estados Unidos han subido, mientras que el valor de los inmuebles comerciales ha tendido a caer. Hace ver que allí hay un foco de riesgo que sigue estando latente, porque la debilidad en este sector sigue estando presente. Indica que en el resto de las economías se está observando en el margen algunas recuperaciones, especialmente en el Reino Unido, Nueva Zelanda y Australia.

Luego, el señor Gerente de Análisis Internacional se refiere a las cifras de productividad por sectores en Estados Unidos y de productividad para un conjunto de economías desarrolladas, indicando que en Estados Unidos, el total de productividad medido por el indicador de productividad del sector negocio, que básicamente constituye o agrupa alrededor del 80% del PIB, está mostrando un crecimiento de alrededor de 2% en el último trimestre. Sin embargo, por sectores, la situación es un tanto heterogénea: la productividad es negativa en el caso de manufacturas y particularmente negativa en el caso de durables. Al revisar otras economías, el señor Lehmann destaca nuevamente el caso de Estados Unidos, cuyo dato final es positivo, probablemente muy influido por el sector servicios. Las economías europeas y Japón, por el contrario, exhiben cifras negativas, aclarando que en el caso de este último país, el dato corresponde a la productividad del sector manufacturas, ya que por un tema



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria

12.11.2009 3.-

metodológico no tienen cálculos de la productividad total. En cuanto a los datos de productividad en Chile, de manera de tener una comparación, expresa que ellos son más parecidos a los europeos que a los de Estados Unidos, o sea, son negativos.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que la productividad en las demás economías se mide sobre horas trabajadas y en Chile, por trabajador. Agrega que en Estados Unidos, por lo menos, es más flexible la capacidad de ajustar horas, que lo que es en otros países. El señor Lehmann confirma que hay más flexibilidad y que, probablemente, es por eso que la productividad en esa economía no se ve resentida en la misma magnitud que en otras.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, confirma que la productividad en Chile no se mide por las horas trabajadas, sino que por trabajador. Añade que los datos de horas disponibles, que no son muy confiables, indicarían que han aumentado las horas trabajadas, lo que apuntaría a que la productividad ha caído un poco más aún.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta también el aumento de la productividad en Estados Unidos, cuestión que no ocurre en otras economías. En su opinión, lo más probable es que allí se perdió mucho más empleo en los sectores de baja productividad, por lo que dicho aumento obedecería más a un problema de composición que de productividad por sector. Agrega que lo que quiere manifestar es que si el aumento de productividad en Estados Unidos genera preocupación, porque se puede pensar que con un aumento de productividad va a ser difícil una salida más creadora de empleo y, por lo tanto, que la tasa de desempleo se puede mantener, ese aumento de productividad no es consecuencia de tecnología, auge y ciencias, sino que sencillamente es un problema de composición por sectores, y ese problema sí puede ser un problema cíclico que se corrige también con el tiempo.

El señor Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación, señalando que en Estados Unidos las ventas de viviendas existentes están mostrando alguna recuperación y las nuevas, caídas menos importantes en doce meses, es decir, las ventas de viviendas exhiben cifras más bien positivas. Las morosidades, en tanto, han tendido a estabilizarse, mientras que la ejecución de hipotecas ha seguido creciendo. La reducción de la demora en la venta de viviendas, por su parte, es coherente con el aumento de las ventas y también, en algún grado, con el hecho que la construcción de viviendas se ha estado reduciendo de manera importante en los últimos meses.

El señor Lehmann indica que no obstante la recuperación de las ventas de viviendas en Estados Unidos, los créditos hipotecarios no muestran signos de recuperación. Explica que quienes están otorgando créditos hipotecarios en esa economía son básicamente las agencias como Fannie Mae y Freddie Mac, así como Ginnie Mae. Señala que esta última, a diferencia de Fannie y Freddie, tiene una garantía explícita del Estado.

Manifiesta el señor Sergio Lehmann que las colocaciones también han estado cayendo, destacando que las comerciales e industriales lo han hecho de manera bastante marcada, mientras que las destinadas a los consumidores, si bien han tendido a estabilizarse, siguen mostrando cifras claramente negativas. Respecto de las condiciones crediticias, señala que siguen siendo restrictivas, aun cuando un número menor de bancos están viendo que sus condiciones son más estrechas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 4.-

El señor Gerente de Análisis Internacional menciona luego que los hogares en Estados Unidos han continuado su proceso de desapalancamiento, ya que están reduciendo su nivel de endeudamiento y su tasa de ahorro está aumentando a niveles en torno a 4 - 5%, muy por sobre el promedio de los años 2000.

Al respecto, el Consejero señor Sebastián Claro hace presente que la caída del endeudamiento tiene asociada una caída quizás aun mayor en la riqueza, por lo que no es claro que el apalancamiento esté cayendo. Agrega que es la riqueza la que se ajustó rápidamente, con un menor valor de las casas y de los activos financieros, y, por lo tanto, el apalancamiento aumentó considerablemente.

Respecto del comentario del señor Claro, el señor Presidente afirma que el aumento de la tasa de ahorro es un síntoma de desapalancamiento, y el señor Vicepresidente complementa que la caída de riqueza que permanece es la de la vivienda, porque el mercado accionario ha recuperado alguna parte de lo perdido.

El señor Gerente de Análisis Internacional prosigue con su presentación, señalando que el fuerte estímulo fiscal, junto a elevados niveles de deuda pública, ponen una nota de cautela en la dinámica de crecimiento a mediano plazo. Destaca que el estímulo fiscal se observa en todas las economías desarrolladas, que en casi todas ellas la deuda pública alcanza niveles en torno a 100% del PIB y que en Japón, que ha tenido tradicionalmente una deuda pública muy elevada, está por sobre el 200% del producto.

Respecto del crecimiento mundial, el señor Sergio Lehmann informa que, sobre la base de *Consensus Forecast*, las cifras dan cuenta de nuevas revisiones, particularmente en el año 2009. Menciona algunos cambios en el caso de China, que derivó en que la cifra de crecimiento para el tercer trimestre fuera mejor que la anticipada, así como también en el resto de Asia, que, de alguna manera, está siendo influenciada por esta percepción algo más positiva para China. En el caso del crecimiento mundial para el año 2010, la revisión de dos décimas es algo más marcada, producto de que Estados Unidos se ve algo mejor. Para el año 2011, sin embargo, y en línea con la idea que la recuperación sería más lenta y que, por lo tanto, será más difícil encontrar nuevamente cifras de crecimiento como las registradas en el pasado, Estados Unidos aparece con un crecimiento de cuatro décimas menor que el que se preveía en octubre.

El señor Lehmann señala que las bimodalidades que se han estado siguiendo en los últimos meses han tendido a moderarse. En el caso de Estados Unidos, de hecho, el crecimiento considerado en último en el *IPoM* pasa a ser, de acuerdo con la distribución de *Consensus Forecast*, el escenario más probable. En la zona Euro y Japón, en cambio, las distribuciones han tendido a cargarse ligeramente a la derecha, pero están más abiertas, indicando que hay más incertidumbre.

En lo que se refiere a inflación, el señor Sergio Lehmann indica que las expectativas de inflación para el año 2010 muestran movimientos mixtos, ya que, de acuerdo con las proyecciones de *Consensus Forecast*, estas son básicamente planas en las economías desarrolladas y América Latina, mientras que en Asia, excluyendo a Japón, tienden a aumentar, y en Europa del Este a caer.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 5.-

Al proseguir con su exposición, el señor Lehmann informa que las tasas a largo plazo han aumentado, en un contexto de alguna mayor volatilidad. Explica que ha habido muchos vaivenes en las tasas largas, pero que en el neto son más bien positivas, esto es, han tendido a subir en coherencia con una percepción tal vez algo más positiva en materia de actividad. Las tasas a dos años, en cambio, están bastante planas. Añade que en el caso de la zona Euro también ha habido algunos aumentos, pero con alta volatilidad y de manera parecida a Estados Unidos.

Respecto de movimientos de las tasas de política monetaria (TPM), y sobre la base de expectativas de TPM que se derivan de los contratos futuros, el señor Lehmann plantea que en Estados Unidos se tendrían aumentos en la segunda mitad del año 2010, en Europa en la primera y segunda mitad del año, en tanto que Israel sería la única economía donde aumentaría de aquí a diciembre. En general, la mayoría de los países estarían aumentando su TPM en la segunda mitad del año 2010.

El Gerente aludido señala a continuación que el dólar mantiene una tendencia a depreciarse. Explica que, para efectos de comparar la situación de un conjunto amplio de economías, se tomaron los tipos de cambio nominales respectivos y que el promedio de los últimos casi 20 años de cada una de ellas se indexó en 100. Manifiesta que el ejercicio arrojó que México está más depreciado, y Brasil y República Checa algo más apreciados. En general, las economías de Asia están más depreciadas respecto a su promedio histórico, lo mismo que las economías de América Latina y Europa en general, y que Chile está bastante en línea con su promedio. En cuanto al tipo de cambio real, el mismo ejercicio indica que la devaluación en Brasil es aún más marcada, en tanto que en Chile aparece ligeramente más depreciado incluso respecto del promedio de los últimos 20 años.

En cuanto a las variaciones nominales, el señor Sergio Lehmann menciona que, considerando el dato *spot* del tipo de cambio, la variación respecto a la última Reunión de Política Monetaria (RPM) es de -8,6% y de -13,1% respecto de marzo, mes en que comenzó el proceso de caída del dólar internacional. La variación respecto a diciembre del año 2008, fecha del *peak* cambiario en Chile, alcanza a -20,6%. En todo caso, el señor Lehmann destaca que la mayor apreciación se produjo durante el último mes, reiterando que fue de 8,6%.

A continuación, el señor Lehmann da cuenta de las preocupaciones que algunos países han manifestado por el tipo de cambio y de algunas medidas que han tomado. Al respecto, hace presente que conocida es la medida adoptada por Brasil respecto al impuesto de 2% al flujo de capitales. Colombia, por su parte, también ha estado tomando algunas medidas, destacando particularmente la idea de ECOPETROL, la empresa petrolera colombiana, de no repatriar sus utilidades, sino dejarlas en el exterior y compensarlas con emisiones de bonos en pesos locales. Los países asiáticos, recuerda, tradicionalmente han intervenido los mercados cambiarios, refiriéndose particularmente al caso de Taiwán e Indonesia.

En materia de mercados financieros, el señor Sergio Lehmann señala que los mercados bursátiles han tendido a recuperarse en general y que su volatilidad experimentó un aumento en el margen, fluctuando en torno a 30% versus niveles más normales en torno a 20%.

Los flujos de capitales, por su parte, muestran salidas en el último mes, planteando que la percepción que se tiene al respecto es que estas salidas han actuado con rezago y han tendido a revertirse en las últimas semanas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 6.-

Al continuar, el señor Sergio Lehmann informa que la generalidad de los *commodities* muestran aumentos en torno a 10%, salvo el molibdeno. En cuanto al cobre, señala que hay percepciones de mayor demanda, vinculadas a la confianza empresarial, y, en consecuencia, un aumento del precio del cobre, no obstante el aumento de los inventarios. Indica que su precio actual da cuenta de una recuperación, pero que todavía no alcanza los niveles registrados a comienzos del 2008 o el *peak* alcanzado a mediados de ese año. En cuanto a la evolución del precio del cobre y las importaciones de este metal por parte de China, menciona que esta economía incrementó fuertemente sus compras durante el año 2009, aprovechando tal vez los precios más bajos. Luego, estas tendieron a revertirse en algún grado en las últimas semanas, pero posteriormente volvieron a aumentar fuertemente. Explica que una parte importante de las importaciones de China se destinan exclusivamente a constituir inventario estratégico.

En cuanto a las proyecciones del precio del cobre, el señor Lehmann hace presente que algunos bancos de inversión están elevando sus proyecciones para el año 2010, y que el día anterior, Cochilco dio a conocer su proyección de 270 centavos de dólar la libra para el año 2010 y de casi 290 centavos de dólar la libra para el año 2011. Manifiesta que el Banco ha mantenido la proyección de 260 centavos de dólar la libra, y que presentará una proyección más definitiva para efectos del *IPoM* de diciembre. No obstante, señala que las estimaciones preliminares del Banco dan cuenta, al igual que Cochilco, de un precio en torno a 270 centavos de dólar la libra. Agrega que el precio que se observa hoy, de 2,80 o 2,90 dólares la libra, ha estado asociado particularmente a la depreciación del dólar durante la última semana. Puntualiza que esta depreciación ha dado sustento al precio que estamos viendo hoy día.

En materia de distribuciones de probabilidad de precios de los *commodities*, que se obtienen a partir de los precios de opciones tanto de petróleo como de cobre, destaca que si bien en el caso del cobre hay mucha más incertidumbre respecto de su valor, las distribuciones se han desplazado hacia la derecha en el último mes, esto es, hacia valores más altos.

Los futuros de petróleo y gasolina, continúa, están algo más altos que hace un mes atrás. Las proyecciones dan cuenta de un precio del petróleo US\$ 2 mayor para el 2009 (de US\$ 60 a US\$ 62 el barril), y casi US\$ 10 mayor para el año 2010 (de US\$ 73 a US\$ 83 el barril). En el caso de la gasolina, se proyecta para el año 2010 un mayor precio de US\$ 100 por metro cúbico y ajustes más bien marginales para el 2009, dado que está prácticamente cerrado el año. En cuanto al precio del cobre, reitera que se está esperando el *IPoM* para efectos de tener una proyección algo más afinada.

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

El Consejero señor Sebastián Claro consulta cómo es compatible que la proyección de los precios de los *commodities* se esté revisando al alza de manera relativamente importante en las últimas semanas si las proyecciones de crecimiento mundial, que debieran ser el fundamento más importante de esas revisiones, se corrigen en el margen un poco al alza en el 2010 y a la baja en el año 2011. Al respecto, pregunta si la revisión se efectúa sobre la base de los datos históricos. El señor Presidente comparte la inquietud del señor Claro y el señor Sergio Lehmann agrega que sería útil contar con el precio de los *commodities* en otras monedas para la próxima Reunión.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria

12.11.2009 7.-

El señor Gerente de Análisis Internacional destaca que algo que ha sorprendido respecto a lo que se tenía en el último *IPoM* y respecto de las trayectorias del precio del dólar, es que la depreciación que se esperaba hace un par de meses atrás se produjo mucho más rápido que lo anticipado, lo que, sin duda, tiene un impacto sobre los precios de los *commodities*. Los *commodities*, enfatiza, están recogiendo hoy un dólar más depreciado que la tendencia que se estaba viendo hace un mes atrás. Recalca que ese es un elemento realmente importante y que, de hecho, y a modo de ejemplo, ha estado empujando el precio del oro.

Al respecto, el Consejero señor Enrique Marshall recuerda que el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, comentó que en una reunión en el Fondo Monetario Internacional había recogido visiones algo más negativas en relación con el mercado del petróleo. Señala desconocer si esas visiones han desaparecido por consideraciones más bien de oferta.

El señor Sergio Lehmann responde que ello, efectivamente, corresponde a un estudio de una institución en particular que, de alguna manera, recoge el hecho que las distribuciones de proyecciones del precio del petróleo de aquí a un año son bastante dispersas. Señala que es por ello que no se podrían descartar situaciones como que el precio estuviera en torno a US\$ 60 ó US\$ 70 el barril, no obstante que para el corto plazo ha primado más bien el factor de depreciación del dólar.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que en Europa hay mercados de futuros en euros, por lo que plantea la idea de tener proyecciones de *commodities* en distintas monedas o, directamente, la cotización de los *commodities* en distintas monedas en el mercado de futuro de países desarrollados.

Al respecto, el señor Lehmann explica que en las proyecciones de cobre se incorporan elementos asociados a la evolución de las monedas, por lo que ello ya está considerado en los modelos. No obstante, concuerda con que se podría presentar la cotización de los *commodities* en distintas monedas.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico comienza su exposición, mencionando que la noticia del Imacec de septiembre sorprendió a la baja y recuerda que el escenario base señalaba que se ubicaría en torno a 0% y fue de -1,1% anual. Agrega que, por primera vez después de cuatro meses, registró una variación mes a mes negativa, siendo de -0,3% el dato oficial. Explica que esta variación incorpora una revisión que está llevando a cabo Cuentas Nacionales, que considera que la variación mes a mes fue de -0,2% y no -0,3%. En todo caso, anticipa que va a haber una corrección a la baja en el trimestre y que este será el que habrá que considerar en las proyecciones de aquí en adelante.

En temas sectoriales, el señor Claudio Soto señala que las noticias son algo negativas en un par de sectores, como algunas líneas manufactureras, sobre todo las ligadas a recursos naturales, así como también el comercio mayorista, que sorprendió particularmente a la baja. En el sector construcción tampoco hay signos evidentes de recuperación, ya que los permisos de edificación, después de haber tenido un repunte importante, han seguido cayendo y se espera que lo sigan haciendo. Las ventas de materiales de construcción y de cemento, en



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria

12.11.2009 8.-

general, todavía siguen en niveles planos, y las ventas de viviendas han tendido aplanarse. En resumen, plantea que las perspectivas para el sector como un todo todavía no indican en el margen un repunte claro en adelante.

No obstante lo anterior, el señor Soto destaca que hay algunos signos más positivos por el lado del sector empresarial. Al respecto, menciona que las perspectivas de la confianza de los empresarios ha seguido mejorando, sobre todo las perspectivas de la situación a seis meses, que está en niveles bastante elevados, incluso por sobre los que hubo en el período 2006 – 2007. Hace notar que, de hecho, en el margen se ha visto cierto repunte en las importaciones de maquinarias y equipos, y que la percepción de los inventarios que hoy tienen los empresarios están muy en línea con lo que fueron los promedios históricos, es decir, no hay una percepción de que estén por sobre los deseados y que sea necesario hacer ajustes adicionales a la baja. Aclara, en todo caso, que ello no implica que se vayan a registrar ajustes al alza de los inventarios en lo inmediato, pero, por lo menos, ya no se deberían observar caídas significativas.

En relación con la confianza a nivel de sectores, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico indica que, no obstante que construcción es uno de las que más repuntó en el margen, todavía no exhibe signos claros de recuperación y sigue siendo el sector más pesimista entre los considerados en la apertura del índice. Ello, explica, estaría asociado a una posible revisión a la baja en las actividades del sector para todo el año.

Al respecto, el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, comenta que ello es fruto esencialmente de que los proyectos se postergan, lo cual puede ser perfectamente compatible con que estén muy optimistas para el futuro y no tan optimistas para hoy, y con que la recuperación pueda ser más acelerada, incluso.

Por el lado de los consumidores, el señor Claudio Soto hace presente que también se observa un cierto quiebre en la recuperación. Menciona que la velocidad de recuperación, medida con un indicador coincidente para percibir el consumo, se había empujado bastante hasta el dato de agosto; sin embargo, el dato de septiembre dio cuenta de un quiebre a la baja. De todas maneras, expresa que las perspectivas siguen siendo cada vez más optimistas por parte de los consumidores y en las empresas, y que también se ven repuntes en el margen en las importaciones de bienes de consumo.

En cuanto a la evolución del gasto público, el señor Soto informa que ha estado creciendo a tasas bastante elevadas, pero que debería atenuarse conforme avance la ejecución presupuestaria. Añade que se estima que el gasto público debería crecer en torno a 6% en el cuarto trimestre, de conformidad con lo planteado en la Ley del Presupuestos.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las proyecciones del Imacec consideran un par de décimas a la baja para todo el trimestre, información que es fruto de la revisión en curso por parte de Cuentas Nacionales ya comentada, y que se conocerá la semana próxima. Se estima, entonces, que la variación anual del Imacec estará en torno a -1%, variación en la que está implícita una variación mes a mes desestacionalizada en torno a 0,5%. Aclara que no obstante el repunte de variación mes a mes positivo, el Imacec estará en torno a -1%, porque partirá de un nivel más bajo. Asimismo, a las inquietudes formuladas por los Consejeros señores Manuel Marfán y Sebastián Claro, reitera que la variación mes a mes de 0,5% desestacionalizada respecto del -0,2% de septiembre, es coherente con la visión que se está en una senda de recuperación. Asimismo, hace presente que la proyección del Imacec para octubre, de -1%, descansa en el dato de energía que se ha calculado para ese mes. Al



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria

12.11.2009 9.-

respecto, aclara que no se está tratando de hacer una proyección precisa del mes, sino que una proyección del trimestre, en su conjunto.

El señor Claudio Soto indica que la proyección para el PIB del año es de -1,7%, la que vuelve al escenario del último *IPoM*. La primera proyección que se tendría para el primer trimestre del próximo año es de 4%, pero advierte que cambiará bastante la próxima semana una vez que se tenga el cierre del tercer trimestre de Cuentas Nacionales. Menciona que hay una corrección respecto de lo que se tenía para el tercer trimestre, de seis décimas aproximadamente, pero que la corrección del cuarto trimestre es solo de tres décimas, lo que implica que se está considerando la caída de septiembre. Luego, el señor Soto señala que se está volviendo al escenario donde construcción sería un sector que se recuperaría más lento e industria algo más rápido, respecto de la Reunión pasada. Para resumir, manifiesta que el cuadro general es más bien parecido al de la Reunión anterior, pero que hay un cierto cambio en la composición y correcciones en algunos sectores de recursos naturales, como, por ejemplo, en minería, que se ha corregido a la baja.

El señor Presidente comenta que el sector industria está peor o igual y que construcción está peor, a lo cual el señor Vicepresidente añade que construcción está basada en el catastro de septiembre, y este, a su vez, en la encuesta y en la información de agosto, por lo que no sería raro que tal vez la próxima lectura del catastro haga una corrección al alza.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que por el lado de la demanda, la apreciación real debe sugerir correcciones al alza en los sectores no transables. Al respecto, reconoce que si bien esto tiene muchos componentes, piensa que son los sectores transables los que, de alguna manera, están empujando el crecimiento, y que los no transables son los que se están quedando atrás.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si en las correcciones citadas hay un efecto estadístico, porque si ello fuera sí, entonces todavía se estaría en la trayectoria del *IPoM*. De lo contrario, indica que cabría cuestionarse si se está frente a un salto o a un ciclo que se está comportando distinto de lo que se piensa.

El señor Claudio Soto, refiriéndose a las correcciones de los diversos sectores, menciona que hay una corrección de ocho décimas a la baja en la industria en el tercer trimestre y que la corrección del producto en igual trimestre es de seis décimas a la baja.

Al respecto, el señor Presidente aclara que esas correcciones son respecto a octubre y no respecto al último *IPoM*. Comenta que en octubre, en un ambiente optimista, se esperaba una cifra mejor (-1,5%), pero que volviendo al escenario central del *IPoM*, la caída es de -1,7% para este año. El Gerente de Análisis Macroeconómico complementa lo señalado, indicando que el nivel de la industria en el cuarto trimestre es claramente más bajo que lo que se tenía en el *IPoM* y que este no está sujeto a la revisión estadística de construcción. Por lo tanto, el diagnóstico del sector resto se mantiene básicamente respecto del *IPoM*.

El Consejero señor Manuel Marfán, refiriéndose al hecho que las cifras del cuarto trimestre se recuperarían, consulta qué ocurre si ese supuesto no es correcto. En tal sentido, pregunta cuánto de la información sobre las cifras que se conoce hoy puede atribuirse más bien a un problema del ciclo distinto de lo que pudiera ser la corrección puramente estadística de construcción y de los sectores de recursos naturales. Indica que si el supuesto fue un salto, entonces no hubo efecto.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 10.-

Al respecto, el señor Claudio Soto informa que el único elemento adicional con que se cuenta hoy son datos de exportación industrial y de importaciones de maquinarias y equipos.

El señor Presidente señala que la pregunta de fondo es cómo va a cerrar el 2009 y qué significa esto respecto de la tendencia de las brechas para el próximo año. Al respecto, manifiesta que después de haber visto lo que ha ocurrido en otros países, se pregunta cuál es el riesgo de que la recuperación sea con ampliación de brechas en el año 2010. Comenta que le llama mucho la atención que otros países con metas de inflación todavía prevén que el próximo año se seguirán abriendo las brechas, lo cual tiene implicancias en política monetaria. Puede ser un escenario de riesgo, que no se puede descartar, consistente en que se esté creciendo por debajo de la brecha el próximo año, por razones de demanda, por ejemplo.

Al respecto, el señor Vicepresidente expresa que la realidad de Chile es muy distinta de la de otros países, pero que el problema es que puede repercutirnos lo que suceda en otros países. El señor José De Gregorio complementa lo anterior, señalando que en países de Asia y de Europa, que están relativamente en buen pie, se contempla que la recuperación va a ser lenta el próximo año, lo que es, de cierta manera, incoherente con este cierre de brechas.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que muchas veces ocurre que ante fenómenos que están muy encima, no se sabe si ellos son un problema puramente temporal o si son un fenómeno macroeconómico. Señala que en el caso del mes de septiembre, por ejemplo, llama la atención el aplanamiento del crecimiento. Luego, se puede decir que en septiembre, al igual que en abril pasado, las cifras se desalinearon puntualmente, pero la hipótesis alternativa es que hay efectos de ciclos que efectivamente llevan a una desaceleración o a una recuperación no tan rápida, lo cual tiene implicancias para la decisión de la presente Reunión que son relevantes. Por lo tanto, la decisión que se adopte hoy día puede ser muy distinta si se basa en que hay efectos y elementos cíclicos o que se está frente a desalineamientos puntuales de la actividad. Advierte que no se vaya a cometer un error de tipo dos, y que efectivamente se tenga una recuperación que se está aplanando.

El Asesor del Ministro de Hacienda, señor Igal Magendzo, señala que la nueva información disponible no es suficiente para cambiar el escenario *IPoM*, pero que sí cree que ella abre más la incertidumbre y riesgos a la baja, en el sentido que las ponderaciones del Imacec van de más a menos y que la composición del crecimiento ha ido más hacia comercio y menos hacia industria y construcción. En su opinión, se podría aventurar la hipótesis de que tanto el aumento del comercio como la caída del desempleo pudieran estar vinculados a los paquetes fiscales y al estímulo fiscal, cosa que va a ir cediendo en el tiempo. Agrega que no se está ante una recuperación muy fuerte focalizada directamente desde el sector privado o de las importaciones, y que la nueva información empieza a abrir ciertos riesgos a que la recuperación sea más lenta que lo que se percibía en el *IPoM*.

En opinión del Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, si se miran los datos y se aísla el fenómeno estadístico del sector construcción, y se deja, por ejemplo, el sector resto sin construcción, hay correcciones menores a la baja. Luego, la evidencia no es suficiente como para afirmar que realmente hay un quiebre con respecto a lo previsto. Concuere da con que la preocupación respecto de los riesgos a la baja es legítima, porque en la economía internacional hoy día hay un riesgo muy importante de que la economía pierda fuerza. Al respecto, informa que en Estados Unidos, esta semana, aparecieron tres miembros del FED señalando que los riesgos de que la inflación esté por debajo de la meta son mucho mayores a que estén por



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 11.-

arriba, siendo el gran argumento la importante debilidad del empleo. Esta es una recuperación en la que el empleo sigue deteriorándose, en la que las tasas de desempleo superaron el 10%, algo que no estaba en los cálculos de nadie, ya que los optimistas pensaban que la pérdida de empleos era fundamentalmente por una sobre-reacción, porque las empresas pensaron que el escenario iba a ser catastrófico y no lo fue. Hoy día, prosigue, esos empleos no se están recuperando y, por lo tanto, el consumo ha tenido un comportamiento muy débil, con corrección de cuatro décimas a la baja para el 2011 en el crecimiento de Estados Unidos, tal como el señor Lehmann acaba de mostrar. Hace ver que ahí está el riesgo y ello, indudablemente, puede repercutir en la economía chilena.

Al respecto, el señor Ministro de Hacienda manifiesta que las cifras de crecimiento no son concluyentes, pero sí son una señal de alerta. Coincide con el señor Vicepresidente en que a ello hay que añadirle el riesgo de que el resto del mundo ande más lento y que ello se ha acrecentado desde la última RPM. Finalmente, el señor Ministro hace especial hincapié en que el hecho que la transición se acabe este año hacia una política menos expansiva desde el punto de vista fiscal, es un asunto mayor. En su opinión, los datos de los distintos subsidios son decisivos, ya que se van a haber construido doscientas mil soluciones habitacionales, versus las noventa mil al año que era el promedio de la década hasta el momento. El presupuesto del año 2010, continúa, considera recursos para 134.000 soluciones habitacionales, lo que no significa que se vayan a construir en el año, sino que solo se van a comenzar a construir, muchas de las cuales recién hacia fines de año. Por lo tanto, el estímulo fiscal en materia de vivienda va a caer a la mitad, lo que, obviamente, constituye un impacto significativo. En el caso de infraestructura, plantea que la situación no es tan dramática, porque la aceleración no fue tan significativa este año en proyectos del MOP, por lo que tampoco va a ser tan grande la desaceleración en el 2010. Al respecto, menciona que este año se incluyeron entre US\$200 y US\$300 millones adicionales a ese Ministerio, lo que no se va repetir el próximo año.

A continuación, el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que la única duda que tiene es si las cifras se están comparando con octubre o con el escenario del *IPoM*, y que es importante hacer la distinción para decir si, efectivamente, ello corresponde a un quiebre de tendencia. En su opinión, hay que revisar otras variables, como el empleo, por ejemplo, que, efectivamente, ha tenido una evolución bastante razonable respecto de lo que se pudiera haber esperado hace algunos trimestres, ya que efectivamente está soportado por unos planes fiscales o está reflejando genuinamente una situación de demanda privada relativamente estable. Agrega que, efectivamente, se está volviendo a una situación de incertidumbre, como la que se tenía, la cual puede perdurar por varios meses. Por otro lado, menciona estar bastante cauto respecto de las cifras de la economía internacional, que curiosamente se corrigen al alza, corrección que puede estar basándose en precios de activos financieros que todavía pueden ser muy dudosos y en expectativas poco realistas de integrantes del sistema financiero. Para finalizar su intervención, declara desconocer si hoy los grados de incertidumbre son sustancialmente mayores.

El Consejero señor Manuel Marfán señala tener la impresión que el escenario no es totalmente el del *IPoM*, porque en este existía la bipolaridad que llevó a ir casi por un camino intermedio entre la V y la W, y a decir que los riesgos estaban balanceados en crecimiento y en inflación. Hoy, manifiesta tener la impresión que los riesgos para el crecimiento no están balanceados, o sea, que el *IPoM* es el escenario optimista, y que el riesgo principal es que el crecimiento esté por debajo de lo que señala dicho *Informe*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 12.-

El señor Soto hace dos comentarios adicionales. El primero, que la proyección para el cierre de brechas implica que la velocidad del tercer trimestre se ha corregido bastante a la baja. Añade que, en algún momento, antes de conocer esta corrección, se llegó a tener una velocidad de casi el 9% con cifras preliminares del Imacec, y que la estimación actual es de un 4% para el tercer trimestre, lo que significa que en el tercer trimestre todavía habría una apertura de brechas marginal. En el cuarto trimestre, en tanto, habría un cierre de brechas de aproximadamente 2-3 puntos, pero ya hacia el primer trimestre del próximo año el crecimiento sería algo por sobre el potencial, pero no mucho mayor, es decir no habría un cierre de brechas muy significativo, tal como está planteado en este escenario. En cuanto a lo segundo, el señor Soto menciona que, efectivamente, se debería ver una desaceleración hacia fines de año, pero que a comienzos del próximo se podría ver nuevamente una normalización.

En cuanto a la dinámica en adelante, y comparando la situación actual con lo que ocurrió en el año 1998, el señor Claudio Soto sostiene que quizás no es tan relevante la difusión hoy día, pero lo que se observa es que la trayectoria de la industria es bastante similar a la que se tenía en la Reunión pasada. Las cifras del sector construcción, en cambio, muestran una corrección a la baja en el tercer trimestre y llevan también a cambiar el perfil futuro. Respecto del comercio, el señor Soto menciona que se tiene una dinámica de cierre más rápido en los próximos trimestres y que de ahí en adelante se tendería a una desaceleración.. En todo caso, indica que el actual escenario sigue presuponiendo una salida de la crisis más rápida que en la del 1998.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico, refiriéndose ahora al mercado laboral, señala que la tasa de desempleo experimentó una caída importante, ubicándose en un 10,2%, e indica que si se eliminan los efectos estacionales, estaría en 9,9% en el margen. Asimismo, si se retrocede a los meses previos, ello se explicaría por un fuerte crecimiento en el empleo asalariado, que compensa el retroceso que se observa en el empleo por cuenta propia. Al respecto, hace presente que, probablemente, hay algo de recomposición o de formalización del empleo por cuenta propia, que está pasando a ser considerado empleo asalariado. Así, por ejemplo, menciona que en el caso de construcción cayó el empleo de cuenta propia y que el asalariado en construcción está un tanto más alto. Lo importante, destaca, es que el empleo aumentó respecto del trimestre anterior.

El Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan, manifiesta entender que el empleo asalariado en la construcción aumenta, pero que sumado con el empleo por cuenta propia en construcción está más bien estable. El señor Soto asiente, mientras que el Consejero señor Enrique Marshall responde que ello contradice totalmente lo que se mostró en materia de construcción. En su opinión, en este sector se puede demostrar el empleo asalariado, ya que por empleo por cuenta propia, llevando las cosas a un extremo, se podría decir que este aumenta cuando los maestros empiezan a hacer trabajos muy simples. El señor Claudio Soto reitera que las cifras indican que cae el empleo por cuenta propia en construcción y aumenta el salario en construcción, reconociendo que todo depende de cómo se autoclasifica la gente.

Los salarios nominales, prosigue, muestran mayores tasas de variación en el margen y, en general, han tendido a subir a lo largo del tiempo, especialmente el de horas trabajadas. Se aprecia, asimismo, que ha habido un aumento importante en los salarios del sector industrial y un importante aumento en las horas trabajadas, que llevan a aumentar la medición del costo de la mano de obra.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 13.-

El señor Soto menciona que los últimos datos de salarios reales dan cuenta de una estabilización, influenciados por el registro de IPC de septiembre, agregando que lo más probable es que retomen una senda al alza el próximo mes, dado que la inflación de octubre fue 0%. Con el IPC de octubre que no varió, se tiene un IPC interanual de -1,9% y un IPCX1 de 0,2%. Agrega que si al IPC se le excluyen alimentos y energía, la variación es marginalmente negativa y la variación anual, levemente por debajo de 0%.

En cuanto a los movimientos de precios dentro de los distintos sectores, hace presente que hay un aumento bastante generalizado en frutas y verduras y en carnes. Los precios de los alimentos, en tanto, no aumentaron tanto, por lo que la variación del índice promedio no fue tan alta. Agrega que los precios de los alimentos, en general, y los de salud fueron compensados por las caídas en los precios de los combustibles, vestuario y equipamiento de viviendas.

Con todo, el señor Soto destaca que la proyección de inflación que tenía el Banco fue bastante acertada y que las diferencias fueron menores. Explica que con el dato en el margen de la inflación, se revierte un poco la tendencia que habían tenido las velocidades de inflación hacia la baja, pero que siguen estando cercanas a cero, negativas o algo por sobre cero, y claramente por debajo del 3%, que es lo necesario para que la inflación converja a la meta. Agrega que las velocidades de las medidas subyacentes también están con velocidades negativas o por debajo del 3%, por lo que las velocidades actuales no garantizan la convergencia a la meta en doce meses.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico plantea que el escenario de proyección supone mayores precios de los combustibles por el escenario internacional de la gasolina. Estos tienen una pequeña pendiente en la proyección de aquí en adelante, y un cambio importante en la proyección de fines de marzo y comienzos de abril por la reincorporación del impuesto específico. Con estos nuevos antecedentes, se llega a una proyección de inflación a diciembre que sería de aproximadamente de -0,6% anual, y de tres décimas menos a partir de diciembre en adelante, si se considera un tipo de cambio de \$500 a partir de ahora en adelante. Hace presente que este último valor equivale a un tipo de cambio real de 92 aproximadamente y que el techo es 98,2, por lo está dentro de la banda.

En conclusión, el señor Claudio Soto señala que la inflación futura va a tener un componente de combustible que empujará la variación en doce meses al alza, mientras que el resto de los componentes de la inflación aportarán negativamente a la variación interanual de la inflación. Añade que modelos alternativos de series de tiempo muestran una trayectoria similar para la inflación hasta fines del horizonte y que el modelo Tar, por ejemplo, proyecta una inflación de casi -5% para abril del año próximo.

Con respecto a los mercados financieros, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico indica que las tasas nominales han estado relativamente estables desde la última RPM, no así las tasas reales, que exhiben alzas importantes a casi todos los horizontes, en especial las de los BCU-2 y BCU-5. En cuanto a la tasa de los *swaps* a 360 días, menciona que había aumentado bastante hasta la última RPM y algo más después de ella, pero en el margen ha tendido a devolverse.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 14.-

Las tasas de colocación, por su parte, se estabilizan en el margen. En cuanto a lo que predice el modelo, las tasas de colocación comerciales están algo por debajo, mientras que las tasas a consumo están algo por sobre lo que predice el modelo, lo cual es más o menos coherente con lo que se observa en el caso de los *spreads*. Informa que el *spread* de las colocaciones de 30-90 días, que son predominantemente colocaciones comerciales, está incluso por debajo de lo que se tenía al comienzo de la crisis, mientras que los *spreads* de las colocaciones de 90-360 días, donde está el segmento de consumo, todavía están bastante elevados con respecto a lo que fue el promedio de los últimos dos años.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que los bonos en UF a corto plazo tienen que arbitrarse por inflación, y que le resulta difícil explicar que los bonos en UF a largo plazo, a diez años o veinte años, estén exhibiendo alzas significativas.

El Presidente, señor José De Gregorio, recuerda que desde hace muchos años se viene discutiendo el que los BCU-10 sobrereaccionan un poco a las noticias del IPC, y que hoy la inflación es baja y la tasa de los BCU -10 se dispara.

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, menciona que siempre se ha tenido la idea de que los bonos en UF son algo más idiosincrásicos que los bonos en pesos, por lo que se determinan fundamentalmente en el mercado local. En este último tiempo, las AFP han estado privilegiando el mercado externo, por lo que esa es una posible explicación.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Matías Bernier, informa que, de acuerdo con los datos que se tienen del DCV, el *stock* por grupos de inversionistas da cuenta de una disminución relativa en los tamaños de portafolio de bonos reajustables por parte de las AFP, así como también de una disminución de otros tipos de instrumentos de renta fija por parte de ellas, todo lo cual se asocia con movimientos en inversiones de renta fija internacional.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que, en la medida que el mercado vea que el tipo de cambio real de equilibrio no ha variado mucho y observe una apreciación real *spot*, esas expectativas de depreciación deberán ir acompañadas de tasas en UF mayores. Luego, se pasa de una situación con expectativas reales de depreciación cercanas a cero, por poner algún *benchmark*, a una con expectativas de depreciación reales algo positivas, a lo cual, el señor Claudio Soto responde que no es claro que existan expectativas de depreciación real.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, refiriéndose a las colocaciones. Al respecto, indica que la curva de las colocaciones de consumo exhiben, en general, una cierta recuperación; que las colocaciones comerciales y las colocaciones de vivienda nunca tuvieron variaciones mensuales negativas, pero se mantienen en niveles bajos con respecto de los registrados hasta antes de la crisis; y que las colocaciones de comercio exterior han estado bastante volátiles y están aún en terreno negativo. Agrega que ello contradice en algo los últimos datos de importaciones y exportaciones, que dan cuenta de repuntes tanto nominales como reales. Estos datos, explica, están en dólares, por lo que pueden estar afectados por el tipo de cambio, ya que ellos aún no reflejan la fuerte caída de este último.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 15.-

En cuanto al tipo de cambio real, el señor Claudio Soto señala que el dato *spot* es algo más bajo que 92, mientras que, proyectando el dato nominal promedio de noviembre, que debe ser aproximadamente \$512, estaría entre 93 y 93,2 el próximo mes, es decir, prácticamente en el centro de la banda. Añade que con un modelo ampliado, la apreciación del tipo de cambio desde julio hasta el 10 de noviembre puede ser explicada por fundamentales.

Respecto de los indicadores bursátiles, el señor Soto reporta que el IPSA presenta una caída desde la última RPM, aunque menor que la de otros indicadores regionales.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica luego que los agregados monetarios exhiben una cierta atenuación, aun cuando las tasas de crecimiento siguen siendo elevadas. Expresa que si se considera el fundamento respecto del crecimiento del dinero real, este predice que el crecimiento podría haber sido algo superior al que se observa, por lo que se tienen residuos negativos.

Respecto de las expectativas, el señor Gerente menciona que las expectativas de crecimiento para el 2009 se mantienen en -1,5%, y aumenta el crecimiento esperado para el 2010 hasta 4,4%, bastante cercano al rango considerado en el último *IPoM*, recordando, de paso, que el mes pasado se había corregido desde 3,6 hasta 4,3%.

En cuanto a las expectativas de inflación, el señor Claudio Soto señala que, dados los movimientos de las tasas en UF y la mantención de las tasas nominales, las compensaciones inflacionarias, en general, han tendido a caer desde la última RPM, especialmente las compensaciones 1 en 1. Esta última, de hecho, está por debajo del 3% y la que se mide por los bonos está por debajo de 1%, incluso.

El señor Claudio Soto hace presente que las expectativas para la TPM están prácticamente inalteradas, respecto de la RPM de octubre. Detalla que la encuesta de noviembre está por debajo de la de octubre y algo por sobre la trayectoria que se vio en el *IPoM*, y que la trayectoria de tasas de mercado que se desprende está claramente por sobre la del último *Informe*.

Para finalizar, el señor Soto señala que la dispersión de las encuestas de las mesas de dinero ha aumentado en las últimas tres semanas, es decir, que hay algo de mayor incertidumbre respecto de las TPM futuras.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto.

Siendo las 13:15 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° 146.

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



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 16.-

El señor Gerente de División Estudios Subrogante recuerda que, en su Reunión mensual de política monetaria de octubre, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la TPM 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 Claudio Soto 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, aunque las noticias coyunturales se mostraron mixtas y persiste un débil desempeño del mercado laboral en el mundo desarrollado; que los mercados accionarios tuvieron momentos de volatilidad, pero han vuelto a niveles similares a los de hace un mes; que los precios de los productos básicos han continuado aumentando, en particular los del petróleo y el oro; las primas por riesgo crediticio han tendido a disminuir y que el entorno financiero para economías emergentes sigue siendo favorable; y que, luego de fortalecerse en el momento reciente de volatilidad, el dólar ha vuelto a depreciarse.

A nivel local, el señor Soto informa que las noticias de actividad y las revisiones del primer semestre han reducido las perspectivas de crecimiento para el año, en especial para el tercer trimestre, lo que hace que la variación prevista para el PIB en el 2009 retorne a un nivel similar al del *IPoM*. La velocidad anualizada promedio del segundo semestre, por su parte, se ubicaría por debajo del 6,5% implícito en las proyecciones del último *IPoM*. Explica que las revisiones corresponden, en buena medida, a la incorporación de la información del catastro de la Corporación Bienes de Capital (CBC) para el sector construcción y a las correcciones en sectores de recursos naturales.

En septiembre, continúa, la inflación del IPC fue similar a la prevista tanto internamente como por el mercado, y para los próximos meses se incorporan noticias por el lado del mayor precio de los combustibles en dólares (que no son totalmente compensados en un escenario de tipo de cambio en torno a \$520) y en los alimentos subyacentes. Esto, añade, lleva a dos o tres décimas de más inflación en el horizonte de corto plazo.

En cuanto a las tasas de interés de colocación, el señor Claudio Soto expresa que se mantuvieron estables. El volumen de crédito, en tanto, tuvo un tímido repunte en algunos segmentos y los agregados monetarios, aunque muestran una expansión significativa, crecen algo por debajo de lo que se esperaría dadas las condiciones de política monetaria actuales. Indica que el peso ha más que revertido la depreciación experimentada en los meses recientes, alineándose con el entorno general de fortalecimiento de monedas emergentes del cual se había desalineado, probablemente por razones de portafolio de institucionales y *carry trade*. A paridades recientes, precisa que el tipo de cambio nominal de \$510, es equivalente a un tipo de cambio real de 92,7.

Al finalizar con su reporte, el señor Soto señala que desde la última Reunión, la trayectoria de la TPM implícita en los precios de los activos tuvo un empinamiento adicional del orden de 25 puntos base, agregando que, aunque antes de conocidos los datos de actividad de septiembre el empinamiento era mayor, sigue estando por encima de la trayectoria implícita para la TPM en el escenario base del *IPoM*.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 17.-

El Gerente de División Estudios Subrogante señala que para las opciones de esta ocasión se consideran tres aspectos: en primer lugar, una evaluación de si las noticias coyunturales modifican de manera relevante la trayectoria implícita para la TPM en el *IPoM*; en segundo lugar, la importancia de hacer coherente las medidas complementarias con el escenario para la TPM, en particular si sigue siendo válido que comenzaría un proceso de alzas en el segundo trimestre del próximo año; y, por último, la forma como el mercado puede internalizar la decisión de esta Reunión y los riesgos asociados.

Respecto del primer tema, el señor Claudio Soto destaca que el escenario de caída anual del PIB de corto plazo es peor que el evaluado el mes pasado y que, aunque similar al de septiembre, sugiere un cierre de holguras marginalmente más lento que el entonces previsto. Menciona que las noticias por el lado inflacionario son ambivalentes. Explica que la trayectoria inflacionaria ha seguido muy de cerca lo previsto, y hacia el mediano plazo se oponen dos fenómenos: por un lado, mayores precios de combustibles en dólares y, por otro, la apreciación real del peso, la que ubica al tipo de cambio real 3 - 4% más apreciado que al momento de elaborar el *IPoM*, manifestando que la persistencia de estos factores determinará si el efecto de uno u otro prevalecerá sobre la trayectoria de inflación de mediano plazo.

Con todo, el señor Soto plantea 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 en el segundo trimestre del próximo año.

Esto, prosigue, lleva a la segunda consideración para las opciones en la presente Reunión, que es la coherencia entre este mensaje de política y las medidas complementarias adoptadas en julio. Como se ha señalado en varias ocasiones, 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 se debe basar en la evaluación de si contribuyen o no a la decisión de política monetaria que se ha adoptado, en términos de que la TPM se mantendrá en un nivel bajo por un tiempo prolongado.

Explica que en la actual coyuntura, una modificación abrupta de estas medidas complementarias sería coherente con la visión de que existe una probabilidad elevada de que el estímulo monetario se comience a retirar antes de lo contemplado en el *IPoM*. Como se indicara, reitera que eso no se condice con el diagnóstico coyuntural. Hace presente que si se considera que el escenario del *IPoM* sigue siendo válido, la opción más plausible sería mantener la TPM en su nivel actual y señalar con mayor claridad cómo estas medidas complementarias se alterarán de manera coherente con dicho escenario. Dado que para esta Reunión el horizonte de seis meses termina en mayo (a mediados del segundo trimestre), manifiesta que es posible evaluar en esta Reunión una alteración, en particular, en la FLAP.

Esto, continúa, lleva a la tercera consideración, que se refiere a la forma como el mercado puede interpretar una alteración de la FLAP. Informa que la curva *forward* sigue ubicándose, a 24 meses plazo, bastante por encima de la trayectoria congruente con el escenario del *IPoM*, lo que puede interpretarse, por un lado, como que los precios de los activos financieros están internalizando un escenario macroeconómico más positivo y, por otro, que la incertidumbre respecto de la conducción de la salida de las medidas complementarias ha incorporado primas por riesgo relevantes en la estructura de tasas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 18.-

El señor Claudio Soto plantea que es indudable que la decisión que se tome en la presente Reunión no debiese validar lo primero ni añadir confusión a las expectativas privadas, por lo que se estima que, en términos de la comunicación de las decisiones, es relevante señalar que el ritmo de normalización monetaria será gradual y/o más pausado que el implícito en los precios de los activos, ya que ello, además de dar grados mayores de claridad sobre la forma como se alterarán las medidas complementarias, es particularmente válido en caso que se decida alterar las medidas complementarias en esta ocasión.

El señor Gerente de División Estudios Subrogante señala, a continuación, que por las discusiones internas sostenidas en las últimas semanas, que en lo medular no se ven afectadas por las noticias coyunturales, un retiro gradual de la FLAP es la opción que parece más plausible. Explica que este puede materializarse, por ejemplo, con un calendario explícito de retiro que determine una fecha de término para esta facilidad o, alternativamente, con una comunicación más o menos explícita respecto de los contornos de dicho proceso de retiro (por ejemplo, 30 días de reducción en el plazo máximo de la FLAP por RPM).

El señor Soto hace notar que esto es, de cierta forma, independiente de la fecha de término que se considere más adecuada. Expresa que dados los antecedentes coyunturales y el escenario de tasas del *IPoM*, las dos alternativas que aparecen como más plausibles son extinguir la FLAP hacia mayo o junio del 2010. Ambas están dentro del segundo trimestre, puntualiza. Señala que en el primer caso, ello sería congruente con reducir el plazo de la FLAP a 150 días en esta Reunión; en el segundo, que el plazo se reduciría a 150 días en diciembre. Menciona que el riesgo de esta estrategia es que el mercado interprete con demasiada certeza que el cambio en la TPM se producirá una vez finalizada la FLAP. Por lo mismo, de implementarse, una estrategia de este tipo puede complementarse, señalizando que la eliminación de la FLAP no compromete movimientos futuros al alza de la TPM y/o incorporando algún sesgo en la comunicación.

Para finalizar, el señor Gerente de División Estudios Subrogante indica que los puntos anteriores engloban, en buena medida, los aspectos comunicacionales o tácticos relevantes para esta RPM. En su opinión, se puede agregar uno más, si se considera que las noticias coyunturales sesgan el balance de riesgos hacia menores presiones inflacionarias. Manifiesta que esto puede hacerse mediante la indicación que, de persistir presiones desinflacionarias por la apreciación cambiaria, por una curva demasiado empinada o por un cierre de brechas más lento que lo proyectado, es probable que el estímulo monetario deba mantenerse por un tiempo más prolongado que el previsto.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la exposición del señor Claudio Soto y ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, señala que, comparado con la RPM pasada, el escenario económico internacional es hoy más débil, en particular en los Estados Unidos. Menciona que en ese país las tasas de morosidad han continuado subiendo, los precios de las viviendas comerciales han seguido cayendo, el desempleo ha seguido aumentando y que los préstamos hipotecarios están aún en terreno negativo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 19.-

El señor Beltrán de Ramón indica que si se analizan las variables financieras y su evaluación desde la última RPM, tampoco mejora el panorama. Agrega que las tasas a dos años han caído en EE.UU. y también en Europa y, si bien las de diez años han subido, eso puede deberse más bien a un mayor déficit fiscal proyectado y a la mantención de las medidas del estímulo fiscal por más tiempo. Las bolsas, añade, han caído o han mostrado un avance modesto, dependiendo del mercado que se mire.

El señor de Ramón sostiene que el panorama macroeconómico no es distinto en Chile. Menciona que el Imacec fue más bajo que lo esperado y que el registro de inflación fue nulo para este mes. Señala que si bien los datos de un mes, como se discutió durante la mañana, no marcan ninguna tendencia, las expectativas de este ciclo ya dan cuenta de un escenario más débil que lo previsto en el mes anterior, incluso respecto a septiembre, por lo que si se mira lo que dicen los precios, se tiene un escenario más negativo. Destaca que las medidas de inflación esperada caen, algunas incluso hasta 100 puntos base con respecto a septiembre; la bolsa baja alrededor de 5% y, lo más importante, el tipo de cambio se ha apreciado significativamente, validando las expectativas de que la inflación se mantendrá baja por más tiempo que lo considerado. Ello es, además, muy coherente con la caída de las compensaciones inflacionarias, es decir, esta es una caída muy significativa en los últimos días, enfatiza.

El señor Gerente de División Operaciones Financieras continúa con su intervención, comentando que las tasas cortas han caído algo —de hecho, cayeron once puntos más el día anterior— y han recogido parte de este efecto, aunque aún están muy por sobre del escenario base del *IPoM*. Sostiene que este escenario más débil sugeriría, en primer término, no anunciar ninguna modificación a las estrategias no convencionales tomadas en julio, y que se han mantenido hasta hoy por parte del Consejo, en particular, porque las expectativas con respecto a la reacción de política monetaria, tanto en tiempo como en la velocidad de la salida, están ligadas indisolublemente a la estrategia de salida de la FLAP. En una primera aproximación, señala que se podría concluir, entonces, que cualquier comportamiento de la FLAP va a producir un empinamiento abrupto de la curva de la tasa de interés, inconsistente, naturalmente, con peores cifras que se han visto este mes. Sin embargo, mirándolo más detenidamente, es altamente probable que la curva tenga incorporada hoy en día una prima por riesgo por la incertidumbre misma de la salida de la FLAP. Hace presente que se sabe que hay agentes que piensan que en diciembre esta podría ser acortada a tres meses, y los mismos estiman que en enero el Banco podría subir la TPM. Si bien ellos son los más optimistas o los que creen que se va a salir más rápido, es posible que esto esté incorporado completamente en las primas como en un escenario peor, dado que la tasa solo puede subir, no puede bajar. Por otra parte, la mantención de la FLAP, junto con la ausencia de anuncios de su salida, hace que esta facilidad se torne más inefectiva con el paso de los meses. Reconoce que si bien fue muy útil en julio, hay que recordar que las tasas de horizonte de política cayeron más de 100 puntos base, y que hoy ya se puede decir que esta utilidad ya no lo es tanto. Y más aún, plantea que mientras más tiempo pase, manteniendo la FLAP en el estado actual, el Banco va ir perdiendo flexibilidad para utilizar otros instrumentos adicionales de la política monetaria y adicionales y, además, la reacción del mercado al acercarse al segundo trimestre de 2010 va a ser incorporar primas de riesgo aún mayores en la curva de tasas de interés. Por lo tanto, en su opinión, la decisión de hoy debe sopesar el efecto que cambios en la FLAP pueda producir en la curva de tasas de interés, *vis-a-vis* la flexibilidad de botar este instrumento, es decir, la reacción de tasas versus flexibilidad. Este, a su juicio, es el punto principal de la decisión de hoy.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 20.-

En razón de lo expuesto, el señor Gerente de División Operaciones Financieras señala que su recomendación al Consejo es que en la presente Reunión se pronuncie sobre dos aspectos: en primer término, sobre un acortamiento gradual de la FLAP a partir de ciertas fechas. Hoy, enfatiza, es más importante que se anuncie su fin más que la fecha en que esto comience, así como su ritmo de reducción. Es decir, el señor de Ramón manifiesta creer que hay que señalar que la fecha en algún momento se acaba. En segundo lugar, y lo más importante, que las tasas consideradas en el escenario base están muy por debajo de las tasas de mercado y que estas están influidas muy probablemente por la incertidumbre de reacción de política posterior al fin de la FLAP, es decir, por primas de riesgo. En su opinión, este último punto es clave para evitar una reacción al alza en la curva de rendimiento. En otras palabras, señala que el Banco Central debe indicar que este camino de salida es suficientemente gradual, que evite sobrerreacciones innecesarias y dañinas para la economía chilena.

El señor Presidente agradece los comentarios del señor Beltrán de Ramón y concede la palabra al Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco.

El señor Ministro de Hacienda comienza su intervención, mencionando los hechos que no se conocían treinta días atrás. Menciona, en primer término, que hoy hay mayores riesgos de un crecimiento más bajo que el contemplado en el *IPoM*. Al respecto, señala que la evidencia es bastante clara y que le preocupa que el Imacec haya ido de más a menos. En segundo lugar, se refiere a la composición del PIB que, en su opinión, es bien notable, ya que el único sector que está creciendo es el comercio. Advierte que hay una posibilidad nada despreciable de que ello esté muy influenciado por las medidas transitorias de política fiscal, en especial el otorgamiento del bono de agosto, por lo que no descartaría que en la medida que la política fiscal se vaya volviendo menos expansiva, como debe ocurrir, el impulso del comercio también se reduzca.

El señor Ministro indica que el segundo dato respecto del cual hay bastante consenso, es que el escenario base del crecimiento mundial es algo menos expansivo que lo contemplado en el *IPoM*, no dramáticamente, pero que el balance de riesgo de crecimiento mundial está a la baja.

En tercer lugar, hace presente que ha habido un cambio notable en el comportamiento en el tipo de cambio nominal y real, que podría haber llegado a Chile antes y lo hizo después. El dato básico, en todo caso, es que el tipo de cambio real hoy es dramáticamente distinto del que se tenía hace un mes, y si bien es cierto que no hay un desalineamiento significativo respecto de alguna medida a largo plazo, la magnitud del cambio va a tener implicancia tanto para la actividad como para la inflación.

Como cuarto punto, el señor Andrés Velasco menciona que las expectativas de la TPM implícitas en las distintas curvas son bastante altas, respecto de la trayectoria que el Banco Central tiene en mente y lo que estaba contemplado en el *IPoM*, lo que significa que hay un problema de credibilidad de la política monetaria, no en el sentido convencional, sino que en el sentido que el mercado está apostando a tasas más altas que las que el Banco Central contempla, lo que constituye un problema que hay que abordar. Dado eso, señala que si la tasa de corto plazo del Banco Central fuera 5% hoy, se estaría discutiendo cómo reducirla a 4 ó 4,75%, y si las circunstancias fueran normales, la discusión sería acerca de cómo hacer la política monetaria más expansible o más contractiva. Por lo tanto, estima que lo único que complica esa discusión hoy día es que las circunstancias son distintas, porque la TPM es anormalmente baja. A su juicio, eso no altera el sesgo que debería primar en lo que respecta a



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 21.-

cómo hacer para que las expectativas de la política monetaria en adelante calcen con la trayectoria que el Banco Central tiene implícita en sus proyecciones, las que deberían ser correctas, dada las conjeturas que hay de inflación y de actividad.

En cuanto a lo que señala la Minuta de Opciones, el señor Ministro de Hacienda manifiesta no compartir su contenido ni entender la economía que hay detrás, específicamente lo que dice relación con que hay tal incertidumbre respecto de lo que va a acontecer con la FLAP, o que las tasas están muy altas porque la prima de riesgo está muy alta, por lo que precisando el curso de la FLAP se va a reducir tanto la incertidumbre como que la estructura de tasas se va a aplanar en adelante. Dicho en otras palabras, que "apretando" la política monetaria, las tasas van a bajar. Expresa no imaginar un modelo en que eso pueda ocurrir. Por lo tanto, manifiesta que no le aparece adecuado argumentar que hay que bajar o aplanar la estructura de tasas, dando más información acerca de la FLAP. Dado lo anterior, sostiene que si hay razones técnicas para pronunciarse respecto de la FLAP, que no tienen que ver con el alargamiento de la estructura de tasas ni con postura de la política monetaria, ello debería hacerse de un modo tal que señalice que la estructura de tasas en adelante debería ser más plana. Plantea que ello puede hacerse tanto con los plazos que se anuncien como con el lenguaje que acompaña el anuncio. A modo de ejemplo, señala que se podría decir que esto es compatible o se suplementa con un escenario en el cual el período prolongado de tasas bajas podría extenderse más allá de lo que inicialmente estaba contemplado, porque, de lo contrario, la lectura sencilla sería que hay un endurecimiento de la política monetaria, lo que solo puede llevar a una estructura de tasas más empinadas que, a su juicio, no es de ningún modo coherente con los datos de inflación y de actividad que se han entregado en la presente jornada.

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

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que las cifras de actividad e inflación en Chile han estado en línea con las proyecciones de los últimos meses, lo que, en términos generales, valida las trayectorias de actividad e inflación para los próximos meses. Señala que, aun cuando la cifra de actividad del trimestre se corrigió a la baja, las cifras coyunturales sugieren que este es un fenómeno transitorio y que no afecta las perspectivas de mediano plazo, y sí hacen recordar la incertidumbre en la velocidad de la recuperación, tanto del mundo como doméstica, consideración que ha estado en las decisiones de política monetaria. En relación con la inflación, sostiene que se sigue esperando a partir de comienzos del 2010 el retorno a cifras anuales positivas y que alcance niveles en torno a 3% a partir de comienzos del 2011.

El señor Claro expresa que en las últimas semanas se ha producido una fuerte apreciación del peso que, siendo coherente con la depreciación generalizada del dólar de la cual el peso sorpresivamente se había abstraído por algún tiempo, ha sorprendido por su rapidez. Dada la evolución esperada del tipo de cambio real, a su juicio, no justifica un cambio en la dirección de la política monetaria, sino que confirma básicamente la trayectoria delineada en los últimos meses.

Agrega que, a mediano plazo, no se puede descartar un escenario con presiones a la apreciación real derivadas de mayores precios de los *commodities* y flujos de capital, cuyas implicancias son complejas, en especial por la imposibilidad de la política monetaria para afectar la tendencia del tipo de cambio real.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 22.-

El señor Consejero manifiesta cierta preocupación por la evolución de los salarios, que en términos nominales han estado aumentando fuertemente y no parecen estar respondiendo dinámicamente al ciclo, lo que puede retrasar la recuperación del empleo y afectar los costos laborales.

En lo grueso, indica que se justifica continuar con la estrategia de política monetaria trazada, que implica una tendencia gradual al alza de la TPM a partir del segundo trimestre del próximo año.

El señor Claro estima que es el momento de introducir cambios a las medidas no convencionales, FLAP, debido a que este mecanismo se implementó en una circunstancia extraordinaria de incertidumbre, lo que mantenía las tasas de interés del mercado monetario muy por sobre lo que parecía razonable. Señala que esta situación ha cambiado y, aun cuando hoy las tasas sugieren una normalización más rápida de la política monetaria, las posibles explicaciones a este fenómeno son diferentes y con un escenario de recuperación que no las justifica. Indica que la incertidumbre sobre las perspectivas de inflación a mediano plazo subsiste y continuará existiendo en ambas direcciones, y que lo anterior no justifica la extensión de este mecanismo.

Asimismo, expresa que es posible que las dudas sobre la duración de la FLAP y su mecanismo de desmantelamiento incidan en un incremento de las tasas cortas, ya que la posibilidad de eliminarla súbitamente, en caso que las condiciones cambien rápidamente, puede introducir pérdidas cuantiosas en muchos intermediarios financieros. En otras palabras, plantea que los mismos beneficios de la FLAP en términos de entregar mayor certidumbre sobre la trayectoria de tasas se logran dando claridad sobre su salida.

El señor Consejero declara que las condiciones de mercado en los últimos meses desde la implementación de la FLAP han cambiado objetivamente, por lo que la simpleza y claridad en su desmantelamiento debiera contribuir a disminuir la incertidumbre sobre variaciones inesperadas en la trayectoria de la política monetaria en el corto plazo.

Finalmente, sostiene que la eliminación o modificación de la FLAP no representa un compromiso sobre la trayectoria de tasas, aunque sí afecta los costos de modificarla. En otras palabras, y en su opinión, no hay un cambio en el juicio sobre las perspectivas de inflación o sobre la trayectoria de la TPM. Hace hincapié que este mensaje en la comunicación es fundamental para evitar una interpretación ruidosa de la decisión que se tome y que la simpleza y transparencia en la comunicación de la modificación de la FLAP contribuye a ello.

Lo anterior, en su opinión, plantea la necesidad de comunicar hoy un cambio en la implementación de la FLAP. Señala que existen muchas posibles alternativas, y manifiesta que se encuentra disponible para evaluar algunas de ellas, priorizando un movimiento gradual para evitar sobrereacciones en los mercados financieros, una calendarización para despejar la incertidumbre y un mensaje simple que desvincule la FLAP con la trayectoria de tasas.

Hace presente que prefiere una comunicación que anuncie un cambio en la FLAP a 150 días, bajando 30 días por mes hasta extinguirse, pero que está disponible a anunciar hoy un calendario que entre en vigencia a partir de diciembre, esto es, que la duración de la FLAP sea de 150 días a continuación de la RPM de diciembre, y que se reduzca todos los meses 30 días. Así, la última FLAP a 30 días se ofrecería a mediados de abril.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 23.-

A continuación, es el turno del 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 no han cambiado significativamente el escenario perfilado en el último *IPoM*, pero han recordado que los riesgos de desviaciones siguen presentes.

En el frente externo, el señor Enrique Marshall menciona que con diferencias y matices, la recuperación tiende a asentarse y que las perspectivas de crecimiento global se han revisado también levemente al alza. Destaca que los mercados financieros han seguido mostrando una consolidación de sus avances, lo que se advierte con particular intensidad en las economías emergentes, las que han experimentado importantes influjos de capital y una apreciación de sus monedas, no obstante lo cual, estos mercados muestran sensibilidad a las nuevas noticias y una volatilidad mayor que en meses anteriores. Agrega que en un contexto de recuperación de la actividad y depreciación del dólar, los precios de las materias primas han vuelto a subir, lo que, en su opinión, debe ser monitoreado con atención. Con todo, manifiesta que la economía mundial se muestra todavía frágil y vulnerable, ya que los países desarrollados enfrentan problemas estructurales, bien conocidos, que podrían limitar sus perspectivas de crecimiento en el mediano plazo, no obstante el empuje proveniente de las economías emergentes, y hace presente que dos temas agregan incertidumbre al escenario global: la debilidad del dólar y el retiro de las políticas de estímulo, especialmente en los países desarrollados, por sus implicancias a nivel mundial.

En el frente doméstico, el señor Consejero indica que los mercados financieros no han deparado sorpresas y siguen reflejando bastante normalidad, considerando la fase del ciclo por la que se atraviesa. En opinión del señor Marshall, donde sí han surgido noticias relevantes es en el mercado cambiario. Al respecto, señala que, por algunos meses, el peso se apartó de la tendencia apreciativa que mostraban las principales monedas de las economías emergentes, pero ha vuelto a ese derrotero, conducido principalmente por fundamentales. Plantea que este desarrollo tiene importantes efectos, directos e indirectos, sobre la inflación y, por lo tanto, debe ser monitoreado con mucha atención.

El Consejero señor Marshall menciona que el crédito bancario se ha estabilizado. Las tasas de interés han alcanzado niveles próximos a sus promedios históricos y, en el margen, observan movimientos mixtos. Los ajustes inducidos por la política monetaria, en lo fundamental, parecen haber concluido y la magnitud del ajuste observado lleva a pensar que la moderación y la cautela permanecerán en este mercado por algún tiempo.

Comenta que las cifras de demanda y actividad, evaluadas en perspectiva, dan cuenta de un proceso de recuperación, que no se aparta en forma apreciable de lo proyectado en el último *IPoM*. En su opinión, el último registro de Imacec, si bien sorprendió a la baja, no cambia dicho diagnóstico.

Respecto del empleo, el señor Marshall manifiesta que vuelve a dar señales de estabilización. Las remuneraciones siguen mostrando poca sensibilidad a las condiciones del mercado laboral, lo que genera preocupación por sus implicancias para la recuperación.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 24.-

Al referirse a la inflación, señala que se mantiene baja y acotada. Los registros mensuales del último mes resultaron nulos para todas las medidas y, con ello, la variación anual del IPC se mantiene en territorio negativo y permanecería allí hasta fines de año. Sostiene que ello no cambia, en todo caso, las proyecciones de mediano plazo, que dan cuenta de una convergencia gradual hacia el 3%, y que esa misma visión es compartida por el mercado, cuyas expectativas de inflación se ubican en torno a la meta para un horizonte de mediano plazo. Sin embargo, destaca que los desarrollos del último mes vuelven a plantear cierta incertidumbre sobre la trayectoria de la inflación en el mediano plazo.

El señor Consejero señala que la curva de expectativas para la TPM ha moderado su trayectoria en lo más reciente, pero se mantiene empinada, lo que refleja incertidumbre sobre el proceso de normalización de la política monetaria.

En suma, el señor Marshall estima que el escenario macroeconómico no ha cambiado en forma significativa y, por tanto, la recomendación general de mantener un fuerte estímulo monetario permanece plenamente vigente. Sostiene también que sigue siendo válida la señal más específica que se entregó en meses anteriores, en el sentido que la TPM se mantendría en su actual nivel hasta el segundo trimestre del próximo año.

En opinión del señor Consejero, el principal tema de esta Reunión no es el nivel ni la trayectoria futura de la TPM, sino las medidas complementarias y, en particular, la FLAP. Como se ha expresado reiteradamente, estas acciones fueron introducidas para reforzar la política monetaria y entregar una señal de permanencia del estímulo monetario y, en ese sentido, cumplieron bien su objetivo. No obstante, señala que estas medidas impusieron cierto grado de rigidez en la conducción de la política monetaria, al comprometer un nivel de TPM a plazos más largos que los habituales. A la luz de los desarrollos observados, que en lo fundamental están en línea con lo anticipado, se requiere, a su juicio, que la política monetaria vuelva a su formato acostumbrado y recupere todos los grados de libertad requeridos, lo que necesariamente supone el retiro de la FLAP, de manera que sus operaciones no se extiendan más allá del segundo trimestre del próximo año.

El señor Enrique Marshall plantea que las opciones para ello son varias y tienen costos y beneficios que deben ser debidamente sopesados. Expresa que su preferencia es por fijar y anunciar un calendario de reducción gradual del plazo de las operaciones a partir de diciembre, lo que se encuadra con las señales de TPM que se han entregado en el último tiempo. En todo caso, manifiesta su disposición a considerar fórmulas que apunten en la misma dirección y que conciten un amplio acuerdo en este Consejo.

En relación con la oportunidad de la decisión, le parece al señor Consejero que es preferible hacerlo de inmediato, independiente que su aplicación sea más adelante. En su opinión, las cifras del último mes no sugieren un cambio en el escenario anticipado y, por tanto, reafirman la trayectoria para la TPM señalizada con antelación. En este cuadro, se puede explicar con mayor facilidad que el sentido y alcance de la decisión es retomar al formato habitual de la política monetaria y que cualquiera sea la decisión o el momento en que se adopte y comunique, esta generará algún ruido, pero, a su parecer, es mejor despejar este tema cuanto antes, ya que, a la larga, ello reducirá los costos del ineludible retorno al formato habitual de política monetaria. Por lo demás, indica que no le parece conveniente postergar una decisión para diciembre, cuando se deba entregar el próximo *IPoM*. En su opinión, es preferible tener este tema despejado y disponer de mayor libertad para evaluar el escenario futuro y tomar las decisiones que correspondan.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 25.-

Respecto de la decisión que se adoptará en esta Reunión, un punto crítico para el señor Consejero es que no se interprete como el adelantamiento del proceso de ajuste, ni mucho menos como la validación del empinamiento de la curva de expectativas del mercado. Acota que para ello es clave que se exprese con claridad en el Comunicado.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50% y, junto con ello, por proceder al retiro de la FLAP en los términos señalados e informar de esta decisión al mercado.

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 las siguientes diferencias y comentarios.

En el plano externo, el señor Manuel Marfán señala que las perspectivas de un mejor entorno de crecimiento global son muy marginales y se basan casi exclusivamente en el desempeño de Asia emergente, sin que los Estados Unidos, la zona Euro y Japón aporten a esas mejores perspectivas. Por el contrario, indica que la evolución de los mercados de trabajo y de productividad ha elevado en el margen el riesgo de un escenario de crecimiento externo más débil. Por otro lado, menciona que la evolución y perspectivas del precio internacional del petróleo y derivados se presentan en dólares de los Estados Unidos, por lo que no se puede descartar que los registros recientes estén reflejando una prima de riesgo de depreciación adicional del dólar más que ser un reflejo de mejores perspectivas de actividad.

Respecto del plano interno, el señor Consejero comenta que la reciente apreciación del peso debe ser especialmente destacada, ya que refleja, en parte, la depreciación internacional del dólar, pero también porque existe una apreciación real relevante respecto del tipo de cambio real considerado en el *IPoM*. En particular, señala que si hoy se hiciera una actualización de las proyecciones, probablemente se consideraría un tipo de cambio real de largo plazo que estaría más de 3% por debajo del que contiene el *IPoM*.

El señor Manuel Marfán, respondiendo a una consulta del señor Ministro de Hacienda, señala que para efectos de la proyección del *IPoM* se considera normalmente un tipo de cambio real equivalente al que se observó al momento de hacer las proyecciones, siempre y cuando ese tipo de cambio real no esté desalineado respecto de lo que se considera son los fundamentales de largo plazo. Agrega que dentro del horizonte de política puede variar, dependiendo de la evolución de las tasas, pero que en las condiciones actuales, en que el tipo de cambio real estaría dentro de lo considerado por los fundamentales, no hay razones para pensar distinto, por lo que la proyección se haría a un tipo de cambio real más bajo que el del último *IPoM*.

Al retomar su votación, el Consejero señor Manuel Marfán menciona que en el mercado laboral las cifras parecen ser algo más alentadoras, y que, en particular, el crecimiento del empleo asalariado ha aumentado más que el empleo total, dando cuenta de una recuperación en la estructura de la ocupación que se había deteriorado recientemente. Indica que la evolución de los fundamentales se ubica por sobre lo que una simple regla de indexación predeciría, al igual como hasta hace poco ocurrió lo contrario. En su opinión, el nivel de los salarios reales no parece preocupante, en la medida que su tasa de crecimiento se normalice, después que termine el impacto de inflaciones mensuales negativas.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 26.-

En el plano interno, el señor Manuel Marfán hace presente que las sorpresas de crecimiento de septiembre, además de los elementos señalados en la Minuta de Opciones, contienen una parte no explicada, y no se puede afirmar como tampoco descartar que se trate de un factor cíclico. Indica que las cifras mensuales son volátiles y que no es bueno cambiar las proyecciones con cada nueva observación del Imacec. Sin embargo, tanto lo externo como lo interno parecen haber desbalanceado a la baja el escenario de riesgo de crecimiento, y, a su juicio, el de la inflación.

Por otro lado, plantea que los precios de activos siguen señalando una evolución de la TPM en el mediano plazo por sobre la que se estima necesaria para alcanzar la meta de inflación en el horizonte de 24 meses. Lo anterior, continúa, parece indicar que las medidas no convencionales de política monetaria deberían mantenerse por más tiempo del contemplado originalmente. Sin embargo, el mercado está claramente apostando al término de la FLAP, sin descartar ninguna de las diversas opciones al respecto, y este comportamiento podría estar incidiendo en la estructura de tasas de mediano plazo, incorporando primas de riesgo indeseadas.

Frente a esta coyuntura, el Consejero señor Marfán considera conveniente anunciar el retiro programado de la FLAP, manteniendo la oferta de liquidez a la tasa del 0,5% mensual hasta el 15 de mayo del próximo año. Manifiesta que con ello se señala que la fecha de retiro se ubica a mediados del segundo trimestre y no al comienzo, y que la forma de retiro de la FLAP también se señala que es gradual y sin brusquedad. El señor Marfán no descarta que el retiro pudiera postergarse a futuro. Agrega que ese anuncio no debiera ser una decisión inamovible, dependiendo de la evolución de las condiciones generales de la economía chilena, especialmente si la *forward* de la TPM sigue estando por sobre lo que el Banco Central considera necesario.

En opinión del señor Consejero señor Manuel Marfán, se debe estar atentos a la evolución de la TPM que se desprende de los precios de los activos y no descartar alargar la FLAP o introducir nuevas medidas no convencionales en el futuro.

Luego, señala que las decisiones unánimes de política monetaria tienen, a su juicio, un valor superior a esas mismas decisiones tomadas con el voto dividido, especialmente cuando se trata de decisiones extraordinarias. Esto, manifiesta expresamente, no necesariamente debe ir en la Minuta.

Considerando todo lo anterior, el Consejero señor Manuel Marfán vota por mantener la TPM en 50 puntos base, anunciar el retiro gradual de la FLAP hasta su extinción a mediados de mayo y, para efectos del Comunicado, cree conveniente introducir alguna de las consideraciones señaladas anteriormente.

Continuando con la votación, el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, señala que antes de iniciar la lectura de su voto en su última Reunión de Política Monetaria, desea agradecer a la Gerencia de División Estudios por su invaluable apoyo a lo largo de su período como Consejero del Banco Central de Chile. Agrega que el brillo y prestigio que ha alcanzado esta Institución descansa, en gran medida, en el alto nivel técnico de su *staff*, por lo que le expresa su más sincero agradecimiento por el valioso apoyo entregado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 27.-

El señor Jorge Desormeaux comienza a dar lectura de su voto, mencionando que desde la última Reunión de Política Monetaria se han producido algunos desarrollos relevantes para la decisión de hoy, tanto en el plano interno como externo.

Indica que en el plano externo, las proyecciones de crecimiento muestran un leve ajuste al alza tanto para el año 2009 como para el año 2010, pero que, sin embargo, para el año 2011 las proyecciones de crecimiento de los EE.UU. y de los socios comerciales de Chile han experimentado una corrección a la baja. Ello es un reflejo esencialmente de la negativa evolución que ha experimentado el mercado laboral en los EE.UU., lo que podría comprometer la recuperación de la demanda interna cuando se inicie el retiro del estímulo fiscal. En el plano financiero, en tanto, señala que se observa un progresivo retorno a la normalidad, con una reducción de las primas de riesgo y los premios soberanos. Los precios de los *commodities*, por su parte, han vuelto a experimentar un alza, lo cual puede ser, en buena medida, un reflejo de la depreciación multilateral que ha experimentado el dólar de EE.UU.

Refiriéndose al plano interno, el señor Vicepresidente destaca que el Imacec de septiembre mostró, por primera vez desde mayo pasado, un retroceso en términos de niveles desestacionalizados, sumándose a ello una revisión a la baja en las proyecciones de crecimiento del tercer trimestre. Hace presente que esta última revisión responde, en buena medida, a la información del catastro de la Corporación de Bienes de Capital para el sector construcción, que contempla mayores inversiones para el período 2009-2012, pero con una menor ejecución en el segundo semestre de 2009, debido a la postergación de algunos proyectos, agregando que los sectores de recursos naturales también contribuyen a este resultado. Pese al menor crecimiento previsto para el tercer trimestre, el señor Jorge Desormeaux manifiesta que la proyección de crecimiento para el año 2009 ha vuelto a los valores del *IPoM* de septiembre. Expresa que si bien estas noticias en el plano de la actividad apuntan a un cierre más lento de holguras de capacidad en el segundo semestre, nada asegura que el cierre a lo largo de todo el horizonte de política de 24 meses sea más lento. Para dilucidar esta cuestión, estima que será muy importante la información que surgirá de la elaboración del *IPoM* de diciembre.

En el plano de la inflación, el Vicepresidente, señor Desormeaux, plantea que los datos más recientes no han aportado sorpresas. Sin embargo, sostiene que la inflación futura contempla un mayor precio de los combustibles en dólares, y un tipo de cambio más apreciado, con efectos contrapuestos. Sin embargo, menciona que los ejercicios de la Gerencia de División Estudios sugieren que, al menos en un horizonte de seis meses, la inflación proyectada será 4 décimas más elevada que lo previsto en el *IPoM*. El impacto final de estos factores sobre los precios dependerá, a su juicio, de la magnitud y persistencia de la apreciación cambiaria.

El señor Jorge Desormeaux señala que la evolución del tipo de cambio en el corto plazo ha evidenciado una apreciación superior a la de otras economías emergentes, lo que puede estar compensando la depreciación que experimentó nuestra moneda en el tercer trimestre, en respuesta a la salida de inversionistas institucionales y operaciones de *carry trade*.

Los mercados financieros, continúa, siguen proyectando una trayectoria de la TPM que se encuentra por encima de la trayectoria implícita para esta tasa en el escenario base del *IPoM*. Hace presente que esta situación no se extiende a las proyecciones de la Encuesta de Expectativas Económicas, lo que sugiere que ello podría responder a premios por riesgo asociados a la posibilidad de un retiro anticipado de la facilidad de liquidez a plazo que está vigente desde julio pasado.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 28.-

En suma, el señor Vicepresidente menciona que las noticias más recientes apuntan a un cuadro con un cierre de holguras algo más lento que el previsto en el *IPoM* de septiembre, y una trayectoria inflacionaria marginalmente más elevada que la contemplada en dicho *Informe*, debido a los efectos contrapuestos de un mayor precio de los combustibles y un tipo de cambio más apreciado.

Considerando todos estos antecedentes, el señor Desormeaux manifiesta concordar con la Gerencia de División Estudios que ellos no son suficientes para alterar el escenario central de este *Informe*, en el sentido de mantener un estímulo monetario prolongado e iniciar la normalización de la política monetaria en el segundo trimestre del año 2010. Sostiene que esta consideración, unida a la constatación de que los precios de los activos financieros parecieran incorporar premios por riesgo asociados a la posibilidad de un retiro anticipado de la FLAP a 180 días, apuntan a la necesidad de reducir la incertidumbre en este plano.

En consecuencia, y partiendo de la base que el escenario central del *IPoM* de septiembre sigue siendo válido, el señor Jorge Desormeaux se inclina por acompañar la decisión de mantener la TPM inalterada en su nivel actual de 0,50%, de un Comunicado que entregue claridad sobre la forma en que se retirarán las medidas complementarias de política, en particular la FLAP a 180 días.

Al respecto, declara que no cree que sea conveniente esperar 30 días adicionales para anunciar esta decisión, porque ello significaría renunciar al beneficio de una reducción más temprana de los premios por riesgo ya señalados.

Por tanto, el señor Desormeaux señala que su preferencia es por anunciar que, a partir del mes de diciembre, se reducirá el plazo de la facilidad de liquidez a plazo desde un máximo de 180 días a 150 días, y que en los meses sucesivos ella se reducirá en 30 días adicionales, hasta extinguirse en el mes de mayo. Agrega que, por cierto, la FLAP a 90 días deberá reducirse en el futuro en forma coherente con la FLAP a 180 días, de modo de lograr una convergencia al plazo habitual de la política monetaria a mediados del mes de mayo.

Para concluir, el señor Vicepresidente manifiesta que esta decisión puede ser acompañada en el Comunicado de una señal en el sentido de que en caso de producirse desviaciones en la trayectoria de la inflación proyectada, el Banco Central tomará las medidas que resulten necesarias para asegurar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.

Finalmente, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que las noticias recientes de inflación y actividad se encuentran dentro de rangos razonables del escenario central del último *IPoM*, que la inflación sigue contenida y en el margen la noticia de actividad de octubre estuvo algo por debajo de lo proyectado. Indica que a esto se debe agregar la reciente importante apreciación del peso, la que, de persistir, introducirá nuevas presiones desinflacionarias. Por otra parte, menciona que en el mundo se estaría confirmando un escenario de una recuperación pausada.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 29.-

Dado lo anterior, y en un contexto donde la evolución de la economía no dista significativamente del escenario base de septiembre, el señor Presidente cree que el balance de riesgos estaría apuntando a una potencial recuperación algo más lenta y, en consecuencia, a menores presiones inflacionarias producto de la mayor persistencia de las holguras de capacidad y la apreciación del peso. No obstante, advierte que no se debe sobreleer un dato puntual, por lo que se deben seguir monitoreando los riesgos, en particular en la preparación del próximo *IPoM* y la comunicación del probable curso de la política monetaria.

El señor José De Gregorio indica que de configurarse un escenario de menor inflación, podría ser necesario un impulso monetario mayor que el actual para devolverla a su meta en el horizonte de políticas. Al mismo tiempo, plantea que desde hace algunos meses se ha observado que las tasas de interés de mercado tienen implícito un retiro del impulso monetario mayor que el que, se estima, es adecuado.

Expresa que es por ello que en julio se introdujo la FLAP, como parte de una estrategia de política monetaria no convencional, que permitiera un alineamiento de las tasas de mercado con la evolución más probable de la política monetaria. Afirma que de no haber implementado la FLAP, las tasas de mercado estarían en niveles superiores a las actuales, generando mayor tracción en la recuperación de la economía. No obstante, señala que la FLAP ha abierto un nuevo frente de incertidumbre en cuanto a que no hay claridad sobre la forma en que será su retiro. Más aún, agrega que esta fuente de incertidumbre podría estar limitando su efectividad. Es por ello que, considerando que la TPM debe seguir en su mínimo por un tiempo prolongado, manifiesta que es importante clarificar cómo será el retiro de la FLAP y que esta es una buena oportunidad para disipar dicha incertidumbre.

El señor Presidente señala que se debe reforzar la idea que el pausado retiro de la expansividad monetaria empezaría el segundo trimestre del año 2010, y más aún, que este se podría postergar de materializarse un escenario con menor inflación. Por esto, y por la necesidad de minimizar las incertidumbres y volatilidades en los mercados financieros, estima que se debería anunciar que la FLAP se retirará gradualmente, reduciendo su plazo cada mes en 30 días con el propósito de llegar a mayo con el retiro total de esta medida especial. Indica que se debe enfatizar, además, que su retiro no es para subir la TPM en cuanto sea retirada la FLAP, sino que para recobrar la necesaria flexibilidad con la que debe contar la política monetaria en un ambiente tan incierto como el actual y en el cual también existen otras posibilidades de políticas no convencionales que pueden aumentar el impulso monetario, lo que se hace más difícil de implementar si no está clara la estrategia de salida de la FLAP. Esto, además, no impide que se utilicen otras formas de políticas no convencionales para inducir un impulso coherente con la meta de inflación.

Por lo anterior, el Presidente, señor José De Gregorio, manifiesta que su voto es por mantener la tasa en 0,5%, reafirmar que la estructura de tasas es aún más empinada que la que se derivaría de la posible evolución de la TPM y anunciar que la FLAP se irá retirando gradualmente a partir de mediados de diciembre.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 30.-

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

146-01-091112 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual, y decidió reducir el plazo máximo de la FLAP desde 180 a 150 días a partir del 14 de diciembre próximo y continuar disminuyéndolo cada mes en 30 días, de forma de extinguir el acceso a esta facilidad en mayo del próximo año.

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. Además, ha decidido reducir el plazo máximo de la FLAP desde 180 a 150 días a partir del 14 de diciembre próximo y continuar disminuyéndolo cada mes en 30 días, de forma de extinguir el acceso a esta facilidad en mayo del próximo año.

En el ámbito externo, los datos recientes reafirman las perspectivas de actividad global para este año y el próximo. Estas perspectivas han incidido en una progresiva estabilización de los mercados financieros. Los precios de los productos básicos han subido.

En el plano interno, la información disponible sugiere que, a pesar del retroceso de septiembre, la actividad y la demanda se expandieron en el tercer trimestre, aunque a una velocidad menor que la prevista. El desempleo y la ocupación han permanecido estables. Las condiciones crediticias han mejorado en el margen, pero se mantienen estrechas.

En octubre, el IPC y las diversas medidas subyacentes no mostraron variación. 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 tipo de cambio real ha caído.

El Consejo considera que el entorno macroeconómico y sus implicancias de política monetaria no difieren sustantivamente de lo contemplado en el *IPoM*. Esto es congruente con una TPM que se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% por un período prolongado, que se extenderá al menos hasta el segundo trimestre del próximo año.

El Consejo estima que el ritmo de normalización de la TPM durante el segundo semestre del próximo año será más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros. Con ello, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.”



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 146
Política Monetaria
12.11.2009 31.-

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:55 horas.



JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente



JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente



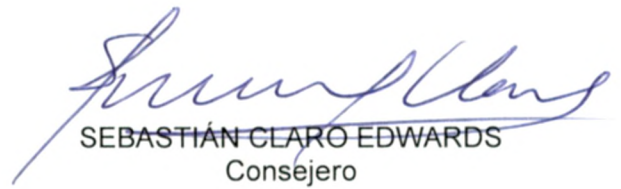
ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero



MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero



ANDRÉS VELASCO BRANES
Ministro de Hacienda



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero



MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

