



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 135 celebrada el 12 de febrero de 2009

En Santiago de Chile, a 12 de Febrero 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.

Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart Herrera

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera Subrogante, doña Carla Valdivia Urioste;
Gerente de Investigación Económica Interino, don Pablo Pincheira Brown;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesora del Ministerio de Hacienda, doña Olga Fuentes Contreras;
Economista Senior, doña Erika Arraño González;
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor José De Gregorio informa que a la presente Sesión asistirá la Ministra de Hacienda Subrogante señora María Olivia Recart a quien da la bienvenida en nombre del Consejo.

Asimismo, señala que conforme al Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de agosto de 2009, para el día 13 de dicho mes.

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

El Gerente señor Sergio Lehmann comienza su exposición del escenario internacional refiriéndose a diversos antecedentes económicos del ámbito internacional en el último mes, que revelan una profundización del deterioro del crecimiento mundial y que los precios de las materias primas, aunque con oscilaciones, se ubican en los menores niveles desde el año 2005. Menciona el señor Lehmann, que los indicadores dan cuenta de un panorama negativo y a pesar que algunos de éstos muestran cifras positivas, constituyen de todas maneras niveles reducidos que confirman dicha visión. Sobre este aspecto, comenta el citado Gerente que si se hubiese presentado esta misma tabla uno o dos meses atrás, las cifras habrían sido todas negativas.



El señor Presidente comenta que la tabla exhibida sobre indicadores de actividad presenta el problema que lo esperado se refleja en los mismos datos que se contienen, que a su vez pueden ser muy negativos, por lo que no constituyen propiamente una proyección.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que en la citada tabla se muestra el cambio experimentado por el PIB en Estados Unidos de América y agrega, que en el cuarto trimestre se registró una caída de dicho indicador en un 3,8%, medido en términos de trimestre anualizado. Destaca el señor Gerente, que las proyecciones indicaban que el cuarto trimestre del año pasado sería el más negativo de esa trayectoria, de hecho, se esperaba que el primer trimestre de 2009 si bien iba a ser negativo, sería menos que el cuarto trimestre de 2008, en circunstancias que las proyecciones actuales esperan una profundización de la caída del PIB en Estados Unidos de América, para luego, recién al final de este año empezar a recuperarse y mostrar niveles positivos.

Comenta asimismo, que en el caso de la Zona Euro también se presentan ciertas sorpresas respecto a lo que se esperaba, las que se han resaltado en la tabla 1.3 sobre indicadores de actividad. En efecto, menciona que aparecen indicadores destacados con líneas azules que contienen cifras mejores que las esperadas, pero que no obstante, siguen siendo muy negativas, reiterando que aún cuando pueden presentarse cifras positivas, éstas siguen siendo claramente negativas en relación con los datos de la Encuesta de Expectativas, especialmente, en Alemania, comprendiendo la Zona Euro. Señala, que para Japón el deterioro también es bastante generalizado, ya que solamente se registran un par de indicadores en términos mejores de lo esperado, pero igualmente muy negativos.

Señala el Gerente de Análisis Internacional que se aprecian caídas generalizadas en la actividad industrial en los países desarrollados, tales como, en los casos de Estados Unidos de América, Japón, Reino Unido y en la Zona Euro. Destaca al respecto, especialmente, la caída en más de un 20% anual de la producción industrial de Japón. Tratándose de países emergentes, resalta específicamente la caída de la producción industrial en algo más del 20% en Corea del Sur y que se trata de una situación generalizada en Asia. Agrega, que en Rusia, por su parte, también se muestra un deterioro bastante pronunciado.

Menciona el señor Sergio Lehmann, que en el contexto de las economías latinoamericanas, Brasil y Chile muestran caídas importantes. Comenta, que en los gráficos que se exhiben sobre producción industrial, en línea punteada se representan las proyecciones esperadas y, en este aspecto, destaca que la producción industrial de Chile ha sido sistemáticamente más negativa que lo anticipado, considerando las encuestas de *Bloomberg*. Agrega, que lo mismo ocurre en el caso de Brasil, cuyo deterioro es particularmente pronunciado, ya que se estima una caída de la producción industrial de aproximadamente un 15% y en el caso de Colombia, donde se aprecia una trayectoria de producción industrial por debajo de lo que se estaba anticipando. Comenta el expositor, que tal vez la única excepción en este contexto es Perú, que sigue mostrando todavía una expansión en su producción industrial ligeramente por sobre lo que se preveía.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta acerca de las razones por las cuales Perú se diferencia del resto de los países latinoamericanos en materia de crecimiento esperado.

El señor Sergio Lehmann responde al Consejero señor Marfán que la demanda interna en ese país todavía muestra cierto dinamismo, aun cuando ya se aprecia una desaceleración de su economía. Comenta, que el crecimiento esperado para Perú sigue siendo relativamente positivo si se compara con el resto de las economías emergentes e indica que conforme a las proyecciones se espera una expansión cercana a un 5% del PIB.



El Presidente señor José De Gregorio comenta que sería interesante conocer las razones que explican la situación de Perú, tan diferente de lo que sucede en la economía mundial, por ser el único país que crece en niveles de 5% anual. Indica, que algunos analistas explican este crecimiento señalando que se trata de una economía muy concentrada en dos o tres productos, pero que en todo caso sería de interés para el Banco entender cabalmente esta situación.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán De Ramón señala que en una visita reciente a Perú, uno de los aspectos que le llamó la atención es el auge de la construcción, situación que no se aprecia en otros países. Comenta, que sin embargo, existe preocupación en dicho país, por lo que ya se anunciaron programas de ayuda económica a distintos sectores conjuntamente con medidas fiscales, ya que estiman que próximamente se producirá la desaceleración de la economía.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux comenta que la situación de Perú es muy parecida a la de Chile a comienzos de la década de los 90, con gran crecimiento de la inversión extranjera e interna, en virtud de que el país se encontraba con un régimen económico de estabilidad y con alto precio del cobre.

El Gerente de Análisis Internacional indica que para efectos de profundizar respecto de las causas que originarían las caídas en la producción industrial, se referirá al gráfico 1.7 sobre contribución a la misma, en que se efectúa un desglose conforme a los bienes de que se trate, sean éstos, bienes de capital; bienes de consumo durables; bienes intermedios; y, bienes de consumo no durables. Destaca el Gerente señor Lehmann, que en el caso de Corea y Japón, que son los países que muestran deterioros más relevantes, se presenta un componente importante tratándose de bienes intermedios de carácter durable, al ser partes o componentes de bienes que finalmente serán de consumo durable, mientras que en el caso de los bienes no durables, en general, se presentan caídas marginales.

En el caso de Brasil, agrega el Gerente que también existe un componente relevante de bienes durables intermedios. Señala, que en otras economías, como en el caso de los Estados Unidos de América, en que las caídas de la producción industrial han sido menores, se observa que el componente de durables es menos importante. Por otra parte, indica que si se observa el desglose de la producción industrial por economías, se aprecia que los bienes de capital y los bienes durables son más relevantes en las economías de Asia, Japón y Corea, particularmente. En el caso de Estados Unidos de América, los bienes de consumo durable intermedio inciden en forma menos significativa por tratarse de una economía más asociada a servicios. Menciona, que ello podría explicar las razones por las cuales en el caso de los países asiáticos las caídas son mucho más significativas y con ello, la gravedad de la crisis que les afecta, por cuanto se relaciona fundamentalmente con bienes durables o bienes de capital, cuya venta está asociada a financiamientos, que es precisamente el centro de mayor tensión de los mercados.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que, en su opinión, tanto Corea como Japón se vinculan con China en el tema de producción de bienes, por lo que sería conveniente analizar también la composición del comercio exterior de China, ya que con ello se podrían explicar las razones por las cuales ese último país presenta un enorme superávit y en cambio, Estados Unidos de América exhibe un tremendo déficit comercial con Corea y Japón. En su opinión, sería posible que la recesión de Estados Unidos de América y de Europa esté afectando a través de China al resto de Asia.



El Gerente de División Estudios señor Pablo García expone que, en su opinión, no se trata de un problema de que cada país tenga un menor crecimiento, sino que existe una contracción adicional en el comercio internacional que se debería básicamente a que esos bienes intermedios son a su vez bienes transables internacionalmente.

El Gerente de Análisis Internacional continúa su presentación indicando que tratándose de exportaciones, considerando sus variaciones en doce meses de un conjunto amplio de economías, se observa que en países desarrollados, como en el caso de Japón, se observan caídas del orden de entre 30% a 40% y que asimismo, en las economías emergentes se aprecia también una situación parecida en lo referente a detrimentos significativos en este rubro. Señala por otra parte, en cuanto al análisis de antecedentes en materia de comercio exterior, considerando los datos de países de la OCDE, que se muestran trayectorias en el índice de volumen medido en dólares, que reflejan una caída muy significativa a partir del mes de septiembre de 2008 y que conforme a proyecciones a diciembre pasado, sobre la base de cifras de comercio exterior de cada una de las economías que componen la OCDE, muestran una caída aproximada de 20% de la producción anual, la que es levemente superior a la que se registró en la crisis del año 1982.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que en el gráfico relativo a exportaciones se refleja que Chile es principalmente exportador de *commodities*, por lo que solicita que se incorporen asimismo otros países que realizan el mismo tipo de exportaciones, para fines de su comparación, agregando que, en su opinión, los efectos que se producen son distintos al considerarse también las cantidades, en caso de deterioro en sus precios.

El Gerente de Análisis Internacional continúa su exposición señalando que las expectativas se mantienen extremadamente deterioradas, para lo cual resalta el PMI manufacturero de un conjunto amplio de economías desarrolladas y emergentes. Indica, que el Índice de Confianza de Consumidores también muestra un detrimento importante, que en algunos casos se ha acentuado, particularmente en el caso de China. Comenta, que todos estos antecedentes conducen a modificar la proyección de crecimiento mundial, para lo cual en la gráfica que exhibe muestra en la columna central la proyección del Banco Central de Chile y también la compara con la efectuada por el WEO, señalando que la proyección actual del Banco considera un leve incremento en el deterioro del crecimiento, particularmente, en algunas economías, para lo cual se han considerado también las estimaciones efectuadas por bancos de inversión.

Indica, que la proyección señalada conduce a estimar que el crecimiento de los socios comerciales pasará desde un 0,4% hace un mes, a menos 0,3%, cifra que es levemente inferior a la que proyecta el WEO. A su entender, las diferencias fundamentales entre ambas proyecciones se refieren a la estimación de la economía japonesa, en que se considera una caída más pronunciada que la que probablemente proyecta el Fondo Monetario Internacional. Agrega, que algunos bancos de inversión estiman para Japón caídas en torno a 5%, porcentaje alineado con el de otras economías, pero ligeramente más negativo en Estados Unidos de América y en la Zona Euro.

Menciona el Gerente de Análisis Internacional, que la inflación en este contexto de desaceleración de la actividad o recesión, muestra una caída generalizada con algunas excepciones en América Latina, en que se ha mantenido relativamente estable con una caída marginal, reiterando que en el resto de las economías se registra una disminución relevante. Agrega, que probablemente en América Latina la excepción en este sentido es lo que está sucediendo en Chile, ya que en otros países de nuestro continente la inflación ha sido más sensible al escenario deteriorado, en términos de actividad. Por su parte, la deflación aparece



como un escenario probable en las economías desarrolladas y haciendo alusión al gráfico 1.10 añade que se proyecta una inflación de 0% para esas economías, lo que conduce a estimar que durante gran parte del año 2009 se observen disminuciones en este índice en el periodo de doce meses. En el caso de América Latina, se aprecia una proyección menor hacia la baja, producto de lo mencionado anteriormente, esto es, mayor resiliencia de la inflación en muchas de estas economías. Hace presente que en Asia, excluyendo Japón, se observa una caída de la inflación importante, mientras que en Europa ésta es de mediana magnitud.

Por otra parte, agrega el señor Sergio Lehmann que continúan las disminuciones generalizadas de las Tasas de Política Monetaria según se aprecia en el gráfico 1.11 a contar del mes de septiembre de 2008, fecha en que se agudiza la crisis internacional, hasta hoy, apreciándose rebajas significativas en dicha Tasa. Además, comenta que el gráfico indicado muestra también las proyecciones en materia de montos de disminuciones de la citada Tasa hasta fin de año y se aprecia que éstas se concentran en las economías emergentes que inician este proceso en términos más agresivos. Señala, que en primer lugar aparece Chile, ya que las expectativas de los bancos de inversión y la encuesta de *Bloomberg* consideran una disminución del orden de 350 puntos base y que también en otras economías emergentes se esperan rebajas importantes en la Tasa de Política Monetaria.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que sería interesante comparar los niveles de la Tasa de Política Monetaria, para efectos de confrontar dichas rebajas en términos porcentuales, aludiendo al caso de Brasil.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta compartir el planteamiento anterior, en cuanto a que en vez de medir estas rebajas en puntos base habría que hacerlo en porcentaje.

El Consejero señor Manuel Marfán, respecto a su planteamiento, señala que, en su opinión, correspondería agregar la medición en términos porcentuales, por cuanto ambas mediciones son informativas.

El Gerente de Análisis Internacional señala que la proyección respecto del crédito al sector privado no mejora en las economías desarrolladas e indica que conforme al gráfico 1.12 relativo a créditos a hogares, la variación mensual del trimestre móvil en Estados Unidos de América y en la Zona Euro se refleja que comienza a disminuir. Comenta, que en cuanto a las condiciones crediticias a empresas, mientras más alto es el índice de condiciones crediticias, más restrictiva es la disposición de los bancos a otorgar préstamos, lo que genera que esta proyección se deteriore de manera importante. Agrega, que esta situación se mantiene en Estados Unidos de América y en la Zona Euro, mientras que en Japón se aprecia una situación más estable, sin cambios significativos. Comenta, que las tasas de largo plazo han aumentado y en Estados Unidos de América se acercan al 3% y que, en general, en todas las economías se aprecia dicha tendencia influenciada por el deterioro de la posición fiscal y su financiamiento.

Respecto al déficit fiscal proyectado, hace referencia al gráfico 1.14 sobre déficit fiscal del gobierno en porcentajes del PIB, tratándose de la Zona Euro, de los Estados Unidos de América, del Reino Unido y de Japón, como también, de los planes de estímulo económico, destacando el caso de Estados Unidos de América, en que se proyecta un déficit fiscal para este año del orden de un 14%. Agrega, que se aprecia una trayectoria bastante similar en otras economías, particularmente en las europeas, aun cuando el déficit fiscal sería en torno a un 5%. Aclara también, que los planes de estímulo fiscal que se presentan en el gráfico están expresados en billones de dólares y que, en el caso de Estados Unidos de América no se



incorpora el *Troubled Asset Relief Program*, TARP, que el año pasado ascendió a 700 billones de dólares y que también se encuentra contemplada la suma aproximada de 800 billones de dólares del plan que anunció recientemente el Presidente de Estados Unidos de América señor Barack Obama, el que ha sido recibido por el mercado con una reacción poco entusiasta.

El Presidente señor José De Gregorio consulta acerca de si el TARP se considera en las cifras fiscales y solicita que se aclare la proyección en relación con los planes de estímulo del gobierno norteamericano.

El señor Sergio Lehmann responde que se sumó a la proyección de déficit fiscal de Estados Unidos de América el monto correspondiente al plan citado, por lo que ello comprende básicamente las estimaciones de la Oficina del Congreso de ese país del orden de un 11%, a lo que si se suma el total de ese Plan, solamente considerando el gasto del año 2009, se alcanzaría el 14% de déficit proyectado.

El Consejero señor Manuel Marfán, refiriéndose a las cifras exhibidas, señala que, en su opinión, presentan opacidad, ya que si se hubiera incluido a China en el gráfico presentado se tendría que haber agregado un 3,5 del producto, lo que se debe al grado de transparencia de la información que entregan los diversos países. Indica que, en su criterio, en los países en que se presentan problemas en sus sistemas bancarios debería incorporarse alguna expectativa de su influencia en el déficit fiscal, ya que tratándose del caso de Estados Unidos de América gran parte del rescate bancario se hace a través del Fisco y en otros países, a través de sus Bancos Centrales y ello no se refleja en las cifras fiscales. Entiende la complejidad que representa determinar a priori dicho monto o en el caso de Europa, que se cuenta con un banco central único, pero ello igualmente debería considerarse.

Continuando con su exposición, el señor Gerente de Análisis Internacional menciona que las primas por riesgo han vuelto a aumentar, mientras las monedas se deprecian frente al dólar. Comenta también, que al observar las variaciones de paridades, con excepción del peso chileno, las de *Credit Default Swaps*, CDS, también han tendido a incrementarse, mientras que los precios de los *commodities* continúan registrando caídas, aunque con alguna volatilidad. Destaca en este aspecto, el detrimento de precios de algunos productos, como el arroz y también en el caso del petróleo, aun cuando como excepción a esa tendencia, el precio de la gasolina ha tendido a aumentar.

En cuanto a la disminución del precio del petróleo, comenta el señor Lehmann que si bien se han producido ciertas discrepancias entre el precio WTI y el Brent, sin embargo, en un período de tres meses éstos se muestran alineados, lo que se asocia fundamentalmente a la existencia de inventarios elevados en Estados Unidos de América. Por otra parte, señala que el precio *crack spread* ha tendido a aumentar, situación que se vincula con el uso de la capacidad de las refinerías, la que ha disminuido y con ello presionado dicho valor, que se encuentra actualmente en niveles de 18 dólares el barril. Agregó, que en lo referente a los inventarios de gasolina, éstos han tendido a aumentar, aunque un último dato muestra una caída, lo que presionaría en algún grado su precio.

En cuanto al precio del cobre, menciona el señor Sergio Lehmann que éste se ha mantenido relativamente estable, no obstante que los inventarios se han incrementado debido a que las demandas por cobre, como también, el consumo proyectado en Estados Unidos de América, Europa y Japón registran una tendencia a la baja. Agrega, que detrás de esta cierta estabilidad en el precio del cobre podría existir algún grado de incidencia de los planes de estímulo fiscal dispuestos por diversos países, lo que explicaría que se haya mantenido el precio de este metal.



En lo relativo a precios agrícolas y otros bienes exportables, el expositor destaca su trayectoria desde el mes de enero de 2006 hasta esta fecha conforme al gráfico 1.22 en que se incluye el precio del maíz, trigo y arroz; la harina de pescado; y, la celulosa, observándose en el margen un comportamiento mixto, y resalta particularmente la caída en el precio del arroz, de la celulosa y también el precio del trigo.

En relación a proyecciones en el caso del precio del petróleo, el Gerente de Análisis Internacional señala que no se observan cambios importantes, agregando que los contratos a futuro desde hace un mes a esta fecha no han tenido modificaciones. Señala, que en el caso de la gasolina, se han presentado variaciones vinculadas con el uso de la capacidad de las refinerías de gasolina la que se ha reducido, situación que ha presionado su precio, aún cuando, en términos de convergencia hacia el año 2010, se observa que alcanzan valores similares. Indica además, que lo expresado anteriormente lleva a revisar el precio proyectado de la gasolina, agregando que en el caso del cobre y del petróleo no se presentan cambios significativos respecto a un mes atrás, al igual que en los otros *commodities*.

Finalmente y con el objeto de reflejar el contexto histórico de los precios del cobre y del petróleo en términos reales, y de efectuar una comparación con otros episodios, el señor Sergio Lehmann presenta al Consejo un gráfico que muestra el precio del cobre y del petróleo deflactado por el Índice de Precios al Productor en Estados Unidos de América, en donde se destaca una caída importante, aun cuando se mantiene por sobre los niveles que se observaron hacia fines de los años 90 y en la recesión del año 2001.

Sobre el particular, el Presidente señor José De Gregorio menciona que, en su opinión, persiste esta discrepancia entre los valores del petróleo WTI con el Brent, pero que el precio de la gasolina tiende a converger en la fecha indicada.

A título de comentario general, el señor Presidente señala que si bien los antecedentes presentados muestran la situación del panorama internacional y las proyecciones, su percepción personal es peor todavía si se considera la poca eficacia en Estados Unidos de América de las medidas fiscales de apoyo al sistema financiero, como también, los diversos conflictos en la industria financiera en general que abarcan inclusive aspectos regulatorios y especialmente, las dificultades que se han presentado para resolver el problema crediticio en Estados Unidos de América y su reactivación ante las caídas estrepitosas del comercio.

Agrega, que lo que ocurre en la zona asiática también es relevante, porque hace unos meses los países asiáticos citados resistían, en circunstancias que la información reciente muestra que también su economía se deteriora en forma relevante por ser dependiente del comercio con países desarrollados. Esta misma situación de crisis y detrimento económico podría presentarse en Latinoamérica, puesto que si bien se inicia en Estados Unidos de América continúa en Europa, luego se exterioriza en los países asiáticos para posteriormente comenzar en Latinoamérica, considerando que ya México presenta problemas complejos con motivo de su intercambio comercial con Estados Unidos de América.

El Consejero señor Sebastián Claro se refiere al tema de la apreciación del peso, señalando que llama la atención la evolución de los *Credit Default Swaps*, CDS, en Chile, por cuanto si se estima que estos instrumentos reflejan el premio por riesgo, no debería diferir su valoración de la apreciación del peso en circunstancia que lo que se demuestra es la preferencia de los agentes económicos por mantener moneda nacional. En este sentido, plantea acerca de si se trata de un fenómeno monetario o si se encuentra vinculado al tipo de



cambio real, en cuanto éste se encuentre más depreciado, en razón que las perspectivas económicas no se aprecian tan negativas.

El Presidente señor José De Gregorio planteó la importancia del tema expuesto, por cuanto incide en la discusión sobre el tipo de cambio real y podría significar que Chile es un país confiable para los inversionistas, pero en todo caso, dado lo complejo de este tema considera que debería analizarse conjuntamente con el escenario interno.

La Ministra de Hacienda Subrogante señora María Olivia Recart, en cuanto al escenario internacional, planteó la conveniencia de profundizar en el análisis de la capacidad de endeudamiento de los países y los efectos que ello podría generar en Chile.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan se refiere a las cifras del PIB mundial y de exportaciones, agregando que el análisis efectuado se vincula con el PIB de los socios comerciales como referente de nuestra demanda externa, teniendo presente que parte importante de nuestro comercio exterior con China deriva a Estados Unidos de América o a Europa, agrega que considerando los gráficos presentados el deterioro del PIB mundial es aún mayor, por lo que podría estarse subestimando el efecto de la demanda externa por el hecho de que en parte importante de nuestras exportaciones no incide el PIB de China.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, en cuanto al comentario anterior, estima que no necesariamente ello ocurre por cuanto China podría adoptar medidas para activar la demanda interna o considerar otros planes de reactivación, tales como, urbanizaciones que requieren tendidos eléctricos que utilicen cobre, lo que incide en su demanda interna de manera que ello dependerá de las políticas que adopte el citado país para estimular la citada demanda.

El Presidente señor José De Gregorio indica que la caída del PIB de los socios comerciales es similar considerando la magnitud de las mismas.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García destaca que el tema interbancario que fue clave en el cuarto trimestre del año pasado, ahora no sigue siendo prioritario, ya que el sistema bancario opera bajo el control de las autoridades reguladoras y las medidas de apoyo financiero de corto plazo han mitigado los riesgos. En materia de estrechez crediticia, en su impresión, esta responde fundamentalmente al deterioro de la confianza por parte de los agentes económicos que se mantiene incluso a pesar de las medidas fiscales, por lo que la incertidumbre actual se centra en el momento en que se restablecerá la confianza y en la capacidad fiscal para hacerlo. En cuanto al tema del endeudamiento a que se refirió la señora Ministra de Hacienda Subrogante, estima que se encuentra vinculado al tipo de cambio, así en el caso de México y en lo relativo al petróleo el problema de financiamiento se presentaría el próximo año, mientras que en Chile no existe una necesidad de endeudamiento por parte del Fisco, lo que explicaría la política de intervención en el caso de México para evitar mayores depreciaciones en su moneda.

El Consejero señor Manuel Marfán manifiesta primeramente, que el escenario del *IPoM* del mes de enero de 2009 quedó atrasado y que las opciones del escenario internacional se encuentran más abiertas, lo que hace necesario contar con escenarios alternativos más extremos. Asimismo, agrega que las economías siempre pueden tener alguna morigeración de los efectos de este ciclo económico por medio de estímulos a la demanda interna, en el caso de aquellos países que tienen superávit comercial o niveles de reservas altos, que es precisamente lo que se estima debe hacer la economía China. Sin embargo, considera que el efecto de este tipo de programas es distinto conforme al tamaño del mercado interno, como son los casos de China y México que cuentan con un gran mercado interno, de



aquellos países con un mercado interno reducido respecto de la capacidad de su economía o de su composición productiva, como es el caso extremo de Singapur y quizás en un aspecto menor, el de Chile.

Agrega, que los sectores que se ven afectados por un escenario interno más complejo desde el punto de vista comercial no son, por otra parte, los mismos que podrían eventualmente verse beneficiados por políticas internas de estímulo, por cuanto ello depende de que los productos que se exporten sean a su vez relevantes en el mercado interno. En los casos de México y Brasil se presenta la ventaja de contar con mercados internos voluminosos, por lo que espera que no utilicen este tipo de programas en forma tal que se transformen en regímenes proteccionistas, lo que evidentemente perjudicaría a países exportadores como Chile.

El Consejero señor Enrique Marshall destaca el tema relativo a los bancos extranjeros, por cuanto por una parte, no se visualiza una solución definitiva a esta crisis y por la otra, el debate se ha intensificado e inclusive politizado, lo que hace estimar que se prolongará esta situación referente al saneamiento del sistema financiero que afecta al reestablecimiento de la confianza, como también, la normalización del mercado de valores y del mercado de capitales en general, por cuanto desarrollan su negocio sobre la base del normal funcionamiento del sistema bancario, lo que constituye un motivo de especial preocupación.

El Presidente señor José De Gregorio, en relación con el planteamiento de la Ministra de Hacienda Subrogante señora María Olivia Recart, estima conveniente para efectos del análisis de coyuntura que realiza periódicamente el Banco Central de Chile, incluir el tema relativo al financiamiento entre países por cuanto de ello dependerá la capacidad de las economías emergentes para continuar creciendo.

El Consejero señor Enrique Marshall recuerda en este aspecto la experiencia del mes de septiembre del año pasado, con motivo del análisis de la crisis por parte del Consejo, en que mientras se reportaba algún grado de problemas en los mercados monetarios chilenos, se nos informaba que éstos no se presentaban en otros países latinoamericanos, por lo que considera que hay que adoptar las prevenciones del caso respecto de los antecedentes proporcionados por otros países.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que en una reunión del BID de fines del año pasado, se plantearon problemas de accesos a los mercados financieros y en esa ocasión, los participantes no mostraron una disposición a reconocer los problemas de sus respectivos sistemas financieros y, en ese contexto, tanto el BID como otros organismos internacionales plantearon la idea del financiamiento vía multinacional.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que le sorprende la corrección a la baja del crecimiento de Latinoamérica de 0,6% frente a la disminución de las expectativas de crecimiento en el resto del mundo, salvo en el caso de México que ha tenido una corrección lo que, en su opinión, hace estimar que no se encuentra cerrado el acceso al crédito externo.

El Presidente señor José De Gregorio y el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux se refieren a la relevancia que presentan tanto Brasil como México en la información a que alude el Consejero señor Sebastián Claro.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto Gamboa, para que exponga sobre el escenario nacional.



El señor Claudio Soto señala que la economía chilena no constituye una excepción en lo que se refiere al deterioro de la actividad, de las condiciones crediticias más estrechas y de la disminución de la inflación. Hace presente, que los antecedentes de la actividad a diciembre del año 2008, confirman el panorama de desaceleración de la economía. Agrega, que el dato de diciembre del IMACEC fue 0,5%, por debajo de las proyecciones del mercado. Con ello, el crecimiento promedio del último trimestre del año 2008 fue de 1,1%, considerando el promedio de los IMACEC publicados, cerrando el año con una variación anual de 3,4%.

Indica, también, que en este magro desempeño de la actividad incidió, a diferencia de los trimestres anteriores, la evolución de sectores distintos a los de recursos naturales, lo que es coherente con el deterioro de los indicadores parciales de consumo e inversión en igual período. En efecto, la mayoría de los indicadores parciales de consumo disminuyeron en diciembre, entre ellos, las ventas de bienes de consumo y de supermercados.

Hace presente el Gerente de Análisis Macroeconómico que el volumen de las importaciones de bienes de consumo del cuarto trimestre y los datos parciales de enero de 2009, arrojan una contracción en torno a 20%, fenómeno que no se observaba desde el año 2002. Indica, que el debilitamiento del consumo se hizo más notorio en el componente durable, donde indicadores como las ventas de automóviles nuevos muestran descensos relevantes de sus niveles, con variaciones anuales que cayeron abruptamente desde un promedio de 9,8% en el tercer trimestre, a -29,4% en el último cuarto del año.

Señala el señor Claudio Soto que los indicadores de inversión también demuestran signos de desaceleración. Por una parte, el volumen de importaciones de bienes de capital del cuarto trimestre del 2008 y de tres semanas de enero de 2009 se redujo considerablemente. Indica, que en el último mes la tasa de variación anual es negativa, algo que no ocurría desde comienzos del año 2007. Por otro lado, los datos disponibles a diciembre pasado de ventas de viviendas nuevas, siguen mostrando una pérdida de dinamismo del sector inmobiliario, tanto en el Gran Santiago como a nivel nacional. Asimismo, la revisión del catastro de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital de enero de este año, corrigió a la baja el nivel de inversión en construcción y obras de ingeniería prevista para este año, por la suspensión de proyectos mineros e inmobiliarios. Sin embargo, señala el Gerente de Análisis Macroeconómico que para el bienio 2010-2011 se esperan mejores perspectivas, especialmente, en proyectos mineros, energéticos y puertos. Con todo, tanto las expectativas de los consumidores, medidas a través del IPEC, como de los empresarios, que se extraen del IMCE, aunque con un leve repunte, siguen en la zona pesimista, por debajo del valor 50.

En relación a las cifras del mercado laboral informadas por el Instituto Nacional de Estadísticas, indica que éstas comienzan a dar cuenta del cambio en el escenario macroeconómico. El empleo crece a tasas inferiores a las de los meses previos, con una variación anual bajo 3% en el trimestre móvil finalizado en diciembre y una caída neta de empleos a nivel mensual, por segundo mes consecutivo de 13.000 puestos de trabajo en términos desestacionalizados. El menor dinamismo del empleo se replica en sus componentes asalariados y por cuenta propia. Indica el señor Claudio Soto, que la fuerza de trabajo también experimenta un menor dinamismo, con variaciones anuales bajo el 3%, luego de un año por sobre este valor. En este contexto, si bien la tasa de desempleo original se mantuvo inalterada en los últimos tres meses, descontada estacionalidad, alcanzó a 8,2% anual, 7,8% el trimestre móvil previo. Los registros de la Universidad de Chile para el Gran Santiago muestran un aumento más pronunciado de la tasa de desempleo que el que se obtiene del Instituto Nacional



de Estadísticas para la Región Metropolitana, pasando en el primer caso desde 7,7% en septiembre a 9,7% en diciembre y desde 7,3% a 7,7% en el segundo caso.

El señor Claudio Soto señala que las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile, en pesos y en Unidades de Fomento, han caído en concordancia con expectativas de una menor Tasa de Política Monetaria luego de la reducción de 100 puntos base de ésta en enero y las cifras recientes de actividad e inflación. Desde la Reunión pasada, se acumulan descensos de entre 150 y 50 puntos base, y pese a lo anterior, las condiciones crediticias siguen estrechas. Agrega, que la Encuesta sobre Créditos Bancarios del Banco Central de Chile, revela condiciones más restrictivas de aprobación de créditos de las instituciones bancarias, en todos los segmentos del crédito, proceso que se viene observando desde fines del año 2007.

Indica, que esto se atribuye, principalmente, al deterioro del entorno económico y sus perspectivas, a una percepción menos favorable del riesgo de crédito de los clientes y a condiciones de tasas de interés poco atractivas en el caso de los préstamos a personas. Producto de lo anterior, por una parte, han aumentado los *spreads* sobre el costo de fondos, el premio exigido a los créditos más riesgosos y los requerimientos de garantías; y, por la otra, han disminuido el monto y los plazos de las operaciones. Comenta el Gerente mencionado, que la percepción respecto de la demanda por crédito también aparece debilitada, salvo en el segmento de grandes empresas, lo que respondería a mayores necesidades de capital de trabajo y a la exigencia de estos clientes de sustituir otras fuentes de financiamiento.

El señor Claudio Soto señala que las diferentes medidas de *spread* de las tasas de colocación, si bien retrocedieron en enero de 2009, siguen en niveles por sobre los observados hasta el tercer trimestre del año 2008, algo por sobre 600 puntos base versus niveles en torno a 400 puntos base hasta septiembre pasado. Las tasas de interés promedio de los créditos de consumo siguieron aumentando, pasando desde 37,2% en diciembre de 2008 a 39,6% en enero de 2009, mientras que las de los créditos comerciales descendieron a 14,2% en el mismo mes, luego de promediar 15,6% el último trimestre del año 2008. En todo caso, indica que si se considera el promedio de los primeros días de febrero en curso, las tasas de los créditos de consumo han descendido cerca de 300 puntos base y las de los comerciales en casi 100 puntos base. En términos de stock de colocaciones nominales, menciona que se sigue observando una desaceleración en todas las categorías de crédito.

Destaca el señor Claudio Soto el uso de fuentes alternativas de financiamiento por parte de las grandes empresas, ya que sólo en enero de 2009 emitieron títulos por algo más de UF 25 millones a plazos entre 5 y 21 años, siendo un monto inusual para los meses de verano y que representa algo más de 30% de lo colocado en todo el año 2008. En la trayectoria de los agregados monetarios, se aprecia una desaceleración similar a la seguida por las colocaciones, particularmente en enero de 2009 el M1 registra la menor variación anual desde fines del año 2005 que corresponde a 5,9%.

En materia de inflación, señala el Gerente de Análisis Macroeconómico que en enero de 2009, que corresponde al primer mes de la aplicación de la nueva canasta, la variación mensual de todas las medidas de inflación fue negativa. La del IPC fue de -0,8%; mientras que la del IPCX -0,2%; y, la del IPCX1 -0,4%. En el caso del IPC, éste fue el tercer mes con variaciones negativas, las que estuvieron determinadas principalmente por la caída del precio de los combustibles y del vestuario, este último con una incidencia de -0,5 puntos porcentuales en el IPC. La caída de vestuario explica, además, el descenso de las medidas subyacentes, agregando que lo ocurrido con el ítem vestuario se debe, en parte, a un cambio metodológico. Señala que la inflación mensual fue menor a lo esperado por la generalidad del



mercado. En términos anuales, indica el señor Soto que todas las medidas mostraron un descenso ubicándose entre 6,3% la del IPC, y 8,0% la del IPCX.

Agrega, que por el lado de los costos, las diferentes medidas de salarios registraron un aumento importante en diciembre de 2008, lo que sumado al descenso de la inflación en igual mes llevó a variaciones positivas de los salarios reales. El tipo de cambio peso/dólar, en tanto, se apreció desde la última reunión, indicando que al cierre de este informe, el dólar se cotizaba por debajo de \$610, equivalente a una disminución de algo más de 3% respecto de enero de 2009. Señala también, que esta trayectoria del peso ha sido diferente a la de otras monedas de economías emergentes, así, mientras bilateralmente el peso se aprecia algo más de 3%, las comparaciones multilaterales dan cuenta de apreciaciones de entre 4% y 5%. En tanto, el tipo de cambio real, TCR, disminuyó en enero pasado, situándose en 103,5 en su medida 1986=100.

El señor Claudio Soto manifiesta que en el corto plazo, se esperan variaciones mensuales reducidas, con excepción de la de marzo próximo, que por estacionalidad es siempre alta. Comenta, que con esto y en línea con lo previsto en el *IPoM* de enero de 2009, la inflación anual seguiría en niveles elevados durante el primer trimestre, descendiendo rápidamente hacia 3% a mediados de año, precisando que este escenario es coherente con el que se desprende de la evolución de las distintas medidas de expectativas de inflación. Por su parte, las compensaciones inflacionarias obtenidas de las *swaps* siguieron con la trayectoria descendente de algunos meses atrás, especialmente, las de mayor plazo, 3 en 2 y 5 en 5, que cayeron cerca de 60 puntos base desde la Reunión anterior, ubicándose en 3,3% y 3,5%, respectivamente, al cierre de la Minuta preparada para esta Sesión, mientras que las compensaciones de menor plazo, 1 en 1, se mantienen bajo 3%.

Indica el señor Gerente mencionado, que la Encuesta de Expectativas Económicas también anticipa menores inflaciones que hace un mes, ya que al término de un año pasa de 3,5% a 3,0% y a dos años se mantiene en 3%, mientras que a diciembre de este año, la corrección es algo mayor, desde 3,5% a 2,8%. En cuanto a las expectativas que se extraen de la encuesta IPEC, el porcentaje de personas que responden que la inflación subirá "mucho" continúa retrocediendo, alcanzando niveles levemente bajo el 50% de acuerdo a la información del mes de enero pasado. Finalmente, señala el expositor que las expectativas que se extraen del IMCE caen desde 6,0% en diciembre de 2008 a 4,5% en enero de 2009.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que en términos de política monetaria, las expectativas de un escenario, tanto de menores presiones inflacionarias como de crecimiento, han seguido desplazando a la baja la trayectoria esperada de la Tasa de Política Monetaria. Estos movimientos fueron especialmente significativos después de la publicación del *IPoM* de enero de 2009 y más recientemente tras conocerse el dato de actividad de diciembre de 2008 e inflación de enero pasado. Manifiesta además, que para esta Reunión de Política Monetaria el mercado apuesta por una reducción de entre 100 y 150 puntos base.

Por otro lado, de acuerdo con la curva *forward*, se anticipa una reducción de algo más de 100 puntos base, con una Tasa de Política Monetaria que alcanzaría a 4% anual durante el segundo trimestre de este año. Las tasas *swap*, en tanto, tienen implícito un recorte de entre 150 y 175 puntos base desde esta fecha a abril del presente año y una Tasa de Política Monetaria del orden de 4% a comienzos del año 2010, cerca de 200 puntos base menos que lo anticipado en enero pasado. Comenta, que conforme con la Encuesta de Expectativas Económicas, los encuestados anticipan una Tasa de Política Monetaria de 6,25% anual para este mes y un descenso de hasta un 4% anual a fines de este año, 150 puntos base por debajo de lo esperado según la encuesta del mes de enero.



En relación a un comentario efectuado por el Gerente señor Claudio Soto respecto al gráfico que se refiere al PIB resto socios comerciales, el Consejero señor Manuel Marfán consulta por el significado de esa expresión.

El señor Claudio Soto señala que ello se refiere a la velocidad del PIB resto de los socios comerciales. Agrega, que este indicador de consumo energético no sólo muestra un IMACEC negativo sino también que dicho indicador ha tendido a sobrestimar el IMACEC en los últimos meses, o sea, podría ser un poco más negativo incluso de lo que muestra la proyección.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que en el *IPoM* no se tiene una proyección para el segundo trimestre. El Gerente señor Claudio Soto aclara que ello es efectivo, sin embargo existe una suerte de proyección implícita en que se está corrigiendo algo más de un punto la proyección del segundo trimestre.

El Presidente señor José De Gregorio complementando su comentario plantea que se trata de un punto el segundo trimestre o algo más de un punto, en consecuencia se estaría corrigiendo en dos puntos el primer semestre siempre que el resto del año sea igual, de lo que se obtiene, aproximadamente, un punto menos de crecimiento.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que si el nivel es igual y la tasa de variación también lo es ya se pierde más de un punto en la proyección.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que, para efectos del año es un punto de proyección si es que se corrige el primer trimestre. Agrega, que en términos de brecha también es un punto porque lo que se corrige en el primer trimestre sigue el segundo. En consecuencia, se tiene un punto o un punto y medio más de brecha si se toma en cuenta el cuarto trimestre.

La Ministra de Hacienda Subrogante señora María Olivia Recart consulta si es posible que se aclare la información contenida en los gráficos en lo relativo a la construcción, en que se señala que en la proyección del *IPoM* para el año 2009, se estimaba para el primer trimestre un crecimiento de un 1,3% y es de 0,9%, mientras que para el segundo trimestre se considera un porcentaje de 2,6%, negativo.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que existe un efecto base que es fundamental, ya que se aprecia que en el segundo trimestre de 2008 se creció casi en un 15%. Agrega, que para efectos de la proyección del año debe tomarse en cuenta cuál es la dinámica que sigue el segundo semestre, lo que constituye un trabajo de proyección de mediano plazo y también, en segundo lugar que el Plan Fiscal, que es un monto fijo del gasto, produce el efecto de anclar a un cierto nivel la actividad para el segundo semestre. Por lo tanto, en ese aspecto, hay un efecto que debiera persistir, independientemente de las noticias de corto plazo. En todo caso, menciona que el resto de la economía sí tiene una dinámica que puede haberse afectado por esta situación.

Complementando su comentario, el Gerente de División mencionado plantea que lo que habitualmente se realiza como ejercicio, es que si se observan los menores crecimientos del primer trimestre de este año, se supone que la velocidad hacia delante es constante, igual o parecida a la que se consideró en el *IPoM*, y eso daría como resultado, a título ejemplar, un punto de menor crecimiento para el año. Indica, que lo que en realidad ocurre es suponer que en el segundo semestre se produce un efecto adicional en velocidad, porque el programa fiscal como ya se ha dicho, lo que hace es anclar un nivel de actividad económica, no una tasa de



crecimiento trimestre a trimestre. En consecuencia, el efecto debiese ser algo menor dependiendo de cómo se evalúe la dinámica del resto de la economía en el segundo semestre.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta si en consecuencia las cifras de crecimiento entre trimestres desestacionalizados, son similares a las cifras que ya se conocían.

El Gerente de División señor García responde al señor Vicepresidente que, efectivamente, la cifra de 0,5% pasa a ser 0,3%, lo que significa que la corrección a la baja en el cuarto trimestre no se recupera, sino que se acentúa en el primer trimestre del presente año. Es decir, se tiene una desaceleración adicional y el segundo trimestre también se produce un rebote, fundamentalmente por la dinámica de acumulación de inventarios.

Con respecto a la consulta del Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, el Gerente señor Claudio Soto señala que en las velocidades que se observan en el PIB y en el *IPoM*, y en la comparación con la situación del año 1998, lo primero que llama la atención es que la velocidad del cuarto trimestre es comparable con aquella del cuarto trimestre del año 1998. En consecuencia, la magnitud de la caída es comparable con la ya mencionada en el año 1998. Por otra parte, señala que en el futuro se está suponiendo que se produce un rebote de la velocidad, o sea, que hacia el primer trimestre del 2009 hay un aumento de la velocidad algo menor que lo que se estaba suponiendo para el *IPoM*, y eso explica la corrección de aproximadamente el 0,7% para el primer trimestre. Para el segundo trimestre también se supone una velocidad positiva, pero que a pesar de ella, atendido el efecto base, se proyecta una cifra de crecimiento interno anual negativo.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que con el fin de hacer transparente una reflexión que le preocupa, consistente en que cuando se publicó el *IPoM* de enero 2009 se produjo una fuerte controversia respecto a declaraciones formuladas por el Banco Central de Chile, incluso por intermedio de la prensa, a raíz de comentarios de analistas que acusaban de optimista la proyección de crecimiento estimada por el Banco Central de Chile, indica que le cuesta creer que todo lo que ha sucedido constituya únicamente sorpresas, teniendo presente que él también comparte dicha proyección y que en su comentario no existe intención alguna de eximirse de su responsabilidad. Sin embargo, menciona que en relación con lo expuesto, tiene la impresión que normalmente cuando la economía crece existe la posibilidad de equivocarse al minimizar el crecimiento y, en cambio, cuando se desacelera se tiende a subestimar la desaceleración.

Por otro lado, respecto al tema de los escenarios alternativos, indica que en su opinión, se tiene que volver a considerar escenarios fuertemente pesimistas, de modo de poder prever de mejor manera cuáles son las políticas correctas para enfrentarlos, junto con considerar las medidas que permitan adoptar los resguardos o seguros correspondientes.

La señora Ministra de Hacienda Subrogante señala que tiene un matiz de discrepancia respecto al comentario del Consejero señor Manuel Marfán, ya que en su opinión, dentro del panorama negativo que se presenta, las estimaciones son más pesimistas. Hace presente que se referirá solamente de lo que sucede con el Plan Fiscal ya que le llama mucho la atención la situación de la construcción y con tal objeto, para efecto de análisis interno, enviará, a la brevedad, al Banco Central de Chile algunas cifras que ha solicitado a la Dirección de Presupuestos, relativa a la ejecución presupuestaria respecto al tema de la construcción. Para los efectos de indicar una cifra para su análisis, comenta que de los \$ 700 millones adicionales del Plan Fiscal, un 70% es para el sector construcción, y dentro de este contexto, en orden de magnitud, el 30% es infraestructura vial que se refiere a viviendas y obras públicas, y el resto, esto es, el 70% para construcción adicional.



Agrega la señora Ministra de Hacienda Subrogante, que de ese 70% en construcción hay proyectos de fácil ejecución, porque corresponden a programas regulares que equivalen a alrededor de 50 mil subsidios nuevos para las PYMES de construcción y que además se otorgarán alrededor de 75 mil nuevos subsidios para viviendas nuevas, adicionales por sobre el incremento del 8 ó 10% que ya existía en el presupuesto de viviendas por incremento de los subsidios.

En consecuencia, le llama la atención la cifra entregada que incluye el segmento de hasta 2000 UF de financiamiento, lo que debiera ser muy conveniente para efectos de endeudarse para la adquisición de viviendas con créditos a 20 años plazo. Agrega, que estos subsidios podrían encontrarse en ejecución en el mes de marzo de este año, mientras que en un año regular, sólo habrían estado disponibles a contar de los meses de mayo o junio, por lo que actualmente ya existen entre 6 a 7 mil subsidios solicitados. En razón de lo expuesto, ha estimado conveniente hacer entrega de estas cifras al Banco Central de Chile por estimar que ello es muy relevante para el sector de la construcción. Menciona en cambio, que respecto a industria no tiene mayores comentarios que efectuar con excepción de algunos temas que podrían analizarse más adelante, como por ejemplo, respecto de la minería y de otras políticas del Plan Fiscal que ya están implementadas para dar más liquidez a las PYMES.

El Presidente señor José De Gregorio señala que desea hacer un comentario general sobre lo expuesto por la señora Ministra de Hacienda Subrogante, en el sentido que en el *IPoM* se consideró que el efecto del Plan Fiscal era de 1,2 puntos del PIB, lo que da un crecimiento cercano a 2,5% del producto en el año 2009. Sin embargo, desde la publicación del *IPoM* el crecimiento de la economía mundial es del orden de 0,7% ó 0,6% menor, con una elasticidad de 1, lo que implica que el PIB ya es menor que 2, simplemente por impacto, sin considerar el efecto fiscal. Sobre el impacto del Plan Fiscal, el Presidente señaló que considerando que el Plan colocará 500 millones en el sector construcción, que equivale a 0,33 puntos de PIB y que la construcción pondera entre 12% a 14% del PIB, dicho efecto podría equivaler a 2,7 puntos de actividad en el sector, teniendo presente que se trata de un sector que venía creciendo al 12 % anual y que mantiene *stocks* de viviendas sin vender. En consecuencia, agrega el señor Presidente que el Plan Fiscal comentado probablemente va a impedir que continúe cayendo dicho sector económico. Agrega el señor Presidente, que sus mayores dudas tienen que ver con otros sectores de la actividad económica, tales como el comercio, dado que aparentemente lo que ocurrió en el último trimestre del año pasado fue un *wait and see*, en que nadie compró nada, y lo que se espera es que dicha tendencia debería empezar a devolverse.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que sería muy útil para el Banco Central de Chile contar con la información de la implementación del Plan Fiscal, ya que esto permitirá construir un perfil trimestral. La señora Ministra de Hacienda Subrogante señala que el Ministerio de Hacienda cuenta con un mecanismo oficial para entregar esta información, no en forma mensual pero al menos por períodos bimestrales, a contar de fines del mes de febrero en curso.

El Gerente de División señor García señala que el segundo aspecto que le interesa mencionar, se refiere a lo expresado por el señor Presidente, en el sentido que la institución ya efectuó una evaluación del impacto que produciría el citado Plan Fiscal en el corto plazo, más allá del efecto que podría tener a mediano plazo, el que se vincula con la economía mundial, ya que el efecto será más atenuado que en el año 1998, debido a que entonces se estaba produciendo un *credit crunch* de política monetaria. Agrega, que lo que más ha sorprendido a nivel mundial es la caída de la confianza y el congelamiento de las decisiones de consumo durable, tanto por el lado de vivienda como de automóviles, los que responden,



fundamentalmente, a un problema de expectativas y llevan, por el lado de la demanda, a una acumulación de inventarios. En consecuencia, se presenta una reacción de la actividad económica producto de este *shock* de confianza y por lo tanto también destaca el efecto en el sector comercio que ha sido muy elevado, en términos mayor que lo estimado.

Respecto a la caída de la inflación, el Gerente señor Claudio Soto señala que se realizó un ejercicio con un supuesto alternativo, pensando que gran parte de la caída del IPC dice relación con un efecto estacional y que en él se podrá llegar al mes de junio con una inflación de 3%, algo por sobre lo considerado en el escenario base. Señala, que otra materia que quiere destacar, es que en este ejercicio se está suponiendo que en los meses de junio y julio próximos, empiezan a devolverse las rebajas del impuesto a los combustibles y eso haría elevar algo la inflación del IPC por sobre la del IPCX.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que en la trayectoria esperada para la Tasa de Política Monetaria en los próximos 48 meses se observa que el diferencial de tasa ha caído casi en 400 puntos base, producto de que las expectativas para dicha tasa han continuado bajando muy fuertemente. Agrega, que para explicar este fenómeno existen argumentos más bien de carácter financiero de analistas que consideran que esta situación se debería a movimientos efectuados por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones, pero aparentemente parecen no serlo.

El Presidente señor José De Gregorio señala que podría tratarse que los tipos de cambio se encuentren completamente desalineados de sus fundamentales y que lo que sucede hoy es que se empiezan a ordenar, iniciando este ordenamiento países como Chile.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Matías Bernier señala que a propósito del tipo de cambio, el mercado tampoco sabe en forma precisa explicar esta situación, porque si se observan los flujos de derivados, esto es, los flujos *spot* no se aprecia una posición relevante de las Administradoras de Fondos de Pensiones en ese escenario. Agrega, que la explicación que podría proporcionar consiste en que el fenómeno de muy corto plazo estaría vinculado a movimientos de países vecinos como Brasil, que ha tenido una apreciación bastante significativa en estos últimos días, pero en el mediano plazo hacia atrás, la serie de la semana pasada tiene más que ver con flujos reales que han ingresado a la economía, que se explicarían a nivel corporativo, con motivo de la OPA efectuada por la cadena *Walmart*, como también, por otras empresas que han ingresado inversiones al país y por el endeudamiento contraído en el mercado local. Menciona, que lo expuesto se ha observado en situaciones en que estas empresas no logran la cobertura que esperaban en el mercado, y que ello genera una presión en el margen lo que explicaría que la moneda no haya presentado la trayectoria esperada en términos habituales, aun cuando todavía en el mercado no existen evidencias que fundamenten la efectividad de este comentario.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que, en su opinión, en el corto plazo existen demasiados estímulos para explicar desalineamientos de los tipos de cambio. En alguna ocasión, ello se produce porque el dólar se usó como moneda recurso y por lo tanto, se apreció respecto de todas las demás monedas. Por otra parte, señala que podría ser efecto del cálculo del déficit de caja del sector público y del endeudamiento que deberá contraer mediante la determinación del monto que tendrá que colocar el Fisco en pesos, lo que se encuentra muy ligado al precio del cobre. Por lo tanto, indica que mientras más baja el precio del cobre, probablemente, más dólares se tendrán que liquidar a pesos en el mercado local por parte del Fisco.



A lo anterior, la señora Ministra de Hacienda Subrogante señala que esto también podría deberse a la caída de los impuestos de las compañías mineras.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que siempre se podrán encontrar explicaciones de corto plazo, pero estima que se obtendría más información observando los fundamentales de largo plazo y en ese caso, sería difícil explicar las razones por las que el tipo de cambio estaba en un nivel tan alto hace poco tiempo atrás y que en la situación actual presenta un valor bastante más razonable. Por otra parte, en esta visión por el lado de los fundamentales a largo plazo, le parece que es indudable que el nivel del dólar norteamericano a nivel mundial, no se puede sostener en el largo plazo, considerando la situación de balanza de pagos, el nivel de endeudamiento y la crisis financiera de ese país.

Comenta también el Consejero señor Manuel Marfán que recuerda que en el año 1993, no se sabía cómo medir de manera adecuada el tipo de cambio real de equilibrio, porque en Estados Unidos de América estaba muy determinado por una tasa de interés anormalmente baja, que se explicaba, en esa época por la elección del Presidente Bush y en Europa por la reunificación alemana, que produjo una valoración del Euro muy elevada. En consecuencia, se trataba en los dos casos de ciclos políticos que determinaban las paridades de las que se denominan moneda duras, contra las cuales habitualmente nos comparamos. Reitera que, a su juicio, en este momento el dólar americano no es una moneda que se encuentre en un nivel confiable para poder medir nuestros fundamentales de largo plazo.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra para efectuar otros comentarios sobre el ámbito nacional.

El Gerente Asesor de Comunicaciones señor Luis Álvarez comenta que como esta Reunión ha sido precedida de numerosos comentarios de la prensa respecto de que lo que debería realizarse con la Tasa de Política Monetaria, no solamente por parte de analistas económicos, sino también por Senadores e incluso por dos Ministros de Estado, le parece que es probable que estas opiniones sean contrastadas por la prensa en cuanto a la decisión que se adopte en esta Reunión. En consecuencia, no sería extraño que se cotejaran estas opiniones con la versión del Banco y, por consiguiente, le parece importante desensibilizarse frente a este tipo de reacciones que, a su juicio, son de corto plazo.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que tiene dos comentarios que efectuar. Indica, que dentro de las malas noticias que se han presentado, existen dos aspectos que vale la pena destacar como positivos, aparte de la consolidación de las menores expectativas de inflación. El primero, tiene que ver con el tema cambiario, respecto del cual existen muchas interpretaciones posibles, no solo de las causas sino que también de las implicancias, pero sin embargo estima que en general se trata de una buena señal y que constituye un tema importante a seguir. El otro aspecto, se refiere a que le llama la atención también, el *spread* de colocación y de captación, que más allá de los vaivenes que ha tenido, da muestras de que al final ha bajado de unos mil puntos que tuvo en su *peak* hasta alrededor de 500 puntos, lo que también estima que se trata de una buena señal, en el sentido de que si se interpreta como una percepción de la banca y de los emisores de créditos respecto de cuál es el riesgo implícito en su cartera, por lo menos, demuestra un progreso que parece ser bastante sistemático.

El Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que con las cifras que se reportaron para colocaciones, *spread* y tasas de variación, se debiera ser cuidadoso en el sentido de interpretar que podría estar ocurriendo un fenómeno en orden a que el ajuste se esté desplazando hacia cantidades. Agrega, que lo que se está informando por parte de los bancos



es que se mantienen condiciones restrictivas, entonces estos menores *spreads*, unidos a los antecedentes que se entregan en materia de variación de las tasas de colocaciones, lo que podría estar indicando que existe un desplazamiento hacia un escenario en el cual el ajuste se estaría produciendo más por el lado de las cantidades y que, se modera en cuanto a los *spreads*. En este aspecto, hace suyo el comentario del Consejero señor Sebastián Claro, en orden a que se debe ser cuidadoso con el análisis de esta situación.

El Presidente señor José De Gregorio, frente al planteamiento del Consejero señor Enrique Marshall, señala que lo primero que le llama la atención cuando se observan estos datos, es que se trata de una baja en el *spread* a los que le prestan, en consecuencia se refiere a un *selection bias*, que no es menor.

El Consejero señor Sebastián Claro, sobre este mismo punto, agrega que un *selection bias* probablemente es distinto que un *credit crunch* de los bancos, lo cual podría ser perfectamente posible. Por otro lado, señala el señor Consejero que las opciones de política en los dos casos son algo distintas, ya que aún cuando ambos son muy serios se tienen vías distintas para enfrentarlos.

La señora Ministra de Hacienda Subrogante señala que quiere efectuar un comentario sobre este tema, en el sentido que si la selección en materia de créditos se transforma en un elemento sistemático en el tiempo, se produce un *credit crash*. Sobre este tema, pone como ejemplo la encuesta CORFO, no del mundo financiero sino que de las empresas que utilizan subsidios, datos que también hará llegar al Banco Central de Chile, y al respecto señala que en el resultado de esa encuesta no se refleja tan mala la percepción en el sector de las PYMES, pero sí muestra preocupación, porque dicho sector tiene poco acceso al crédito y no cuentan con garantías suficientes, y si esta situación se transforma en selectividad pasaría a ser un *credit crunch*.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Bernier señala que desea hacer algunos comentarios respecto a lo que se ha comentado. En primer término, se refiere al cuestionamiento de la tasa *prime* como medición promedio del mercado, que tiene mucho que ver con la composición real de ésta. Señala, que la tasa *prime* se vincula con la comisión de cada banco y la participación de éste en la cartera total. Agrega, que si existiera una dispersión más grande cuando se acerca a la máxima convencional existiría mayor capacidad de negociación del sector corporativo, lo que influiría en el crédito al sector PYMES. En cuanto al tipo de cambio y a la Tasa de Política Monetaria, le parece oportuno comentar sobre las expectativas del mercado, y en ese aspecto le llama la atención la lámina 65 de los antecedentes que se presenta en esta Sesión en cuanto a la dispersión de las expectativas para esta Reunión, lo que se vincula con cual será la brecha entre el curso final de la trayectoria de política dado por el *IPoM* respecto de las expectativas del mercado para hoy. Indica, que una brecha muy grande revelará también espacios para aperturas bastante importantes y que ello se une con el tipo de cambio.

Complementando su comentario, el Gerente señor Matías Bernier señala que si la brecha se mantiene abierta entre el punto de llegada de la Tasa de Política Monetaria, conociendo además que la pendiente que tiene es bastante pronunciada, es dable pensar que en los próximos movimientos, en la medida que la brecha sea amplia, sería posible que también se amplíe el abanico de las expectativas de los próximos movimientos. Agrega, que en la medida que se acerquen disminuye la brecha, y es natural que el movimiento o las propias expectativas se vayan alineando de manera natural.



En lo que se refiere al tipo de cambio, señala el señor Gerente que existe un componente que no está explícitamente explicado y que tiene que ver con el déficit fiscal. Menciona, que en la medida que el Fisco no señale cuál será la política que aplicará, da espacio para que se abran las brechas de expectativas respecto de cuál será el flujo de entrada de capitales. Indica que lo que se conoce es el complemento, que son los mil millones de la deuda, pero que se desconoce la componente más importante.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que utilizando solamente en el tipo de lógica que tiene el modelo, comenta acerca de lo que sucedería si una parte sustancial del sector privado pensara que el tipo de cambio tenderá a caer, pero obviamente así como existe cierta restricción de crédito, tampoco lo puede arbitrar fácilmente o tal vez tiene otras necesidades que son más importantes. Agrega, que no necesariamente se debiera considerar que la *forward* de la Tasa de Política está asociada a un escenario pesimista en materia de actividad, sino que perfectamente podría ser un escenario en el cual el tipo de cambio observado no sea \$ 600 sino que menor.

Comenta también, que dentro de los antecedentes que se han señalado, tiene la impresión que probablemente las presiones sobre la inflación van a ser más bajas que lo que están suponiendo los ejercicios que se han presentado, es decir, con una brecha de PIB un punto y medio más abierta, pero cree que puede ser más. Menciona además, que si entre el primero y segundo trimestre se acumularon dos puntos de crecimiento menos que lo que se percibía en el IPOM, el solo hecho que las tasas de crecimiento trimestre a trimestre se mantengan de ahí en adelante, significaría una brecha de dos puntos más abierta hacia el futuro. En las proyecciones presentadas ya se cuentan esos dos puntos de diferencia, y adicionalmente le parece que hay elementos de descompresión de inflación que deberían ser adicionales a los contemplados.

Por otro lado, el Consejero señor Manuel Marfán señala que la segunda reflexión que desea efectuar, tiene que ver con el hecho que hay un momento en el cual habrá que dejar de compararnos con el año 1998, en el sentido que como se señaló en un recuadro que publicó el Banco Central de Chile hace algunos años, quizás una de las razones por las cuales Chile se demoró tanto en salir de esa recesión fue porque no permitió un ajuste de los precios relativos en el momento oportuno y que dicho ajuste no se está reprimiendo en esta ocasión y por lo tanto, ese solo efecto de reacción interna de la economía, debiera producirse ya que si hay un mayor ajuste en las variables de precio, obviamente, las cantidades requieren de un menor acomodo. Por otro lado, si los precios están reprimidos todo el ajuste se produce a través de la variable de cantidad, por lo que el tipo de política económica que se sigue ahora, por lo menos por parte del Banco Central de Chile, debería otorgar mayor flexibilidad a las variables reales.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 135.

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

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó reducir la Tasa de Interés de Política Monetaria hasta 7,25% anual, fundamentando esta decisión en perspectivas de una caída significativa de la inflación hacia el mediano plazo. Hace presente, que se estimó además, que en el escenario más probable, continuaría un proceso de relajamiento monetario, con un ritmo que dependería de las perspectivas para la inflación.



Agrega el señor Gerente de División Estudios, que desde dicha Reunión, las principales noticias que se han acumulado son las siguientes:

Menciona, que en el ámbito internacional se han tendido a disipar las tensiones en los mercados interbancarios, pero persiste la incertidumbre sobre la resolución de los problemas bancarios en el mundo desarrollado, afectando negativamente la confianza. Agrega, que a pesar de la magnitud de los recursos involucrados en los anuncios de nuevas medidas fiscales y financieras en Estados Unidos de América, las dudas respecto de su efectividad han dominado las expectativas.

Señala también, que las perspectivas de mercado para el crecimiento global del año 2009 se han corregido significativamente a la baja, a partir de las muy negativas cifras de fines de diciembre pasado y de lo que se observa en lo que va del primer trimestre. El comercio internacional y la producción industrial, en particular, caen con fuerza mientras que los precios de los *commodities* siguen siendo muy inferiores a los de hace unos meses, aunque el precio del cobre ha subido algo.

Menciona el señor Pablo García que localmente, los mercados monetarios han continuado funcionando adecuadamente, a pesar del fuerte deterioro de la confianza y perspectivas de crecimiento globales. No obstante, el peor panorama externo, el peso ha tendido a fortalecerse y, en general, los mercados bursátiles han tenido un desempeño positivo. Los *spreads* para el financiamiento privado han tendido a bajar algo, aunque siguen altos.

Señala el señor Gerente de División Estudios que las cifras internas de actividad y demanda interna de diciembre pasado, junto con la información de comercio exterior y otros indicadores coincidentes, indican un escenario macroeconómico de corto plazo más débil que el previsto en el *IPoM* de enero de 2009, ya que el crecimiento del PIB del cuarto trimestre estuvo algo más de medio punto por debajo de lo previsto y se estima siete décimas por debajo de lo proyectado en el primer trimestre. Asimismo, agrega que de la información disponible, el impacto negativo mayor se está observando en el comercio y la acumulación de existencias, con incidencias también relevantes en industria, el consumo y la inversión.

Indica el señor Pablo García, que la inflación de enero de 2009 fue muy negativa, bastante más de lo esperado por el mercado y por las proyecciones internas, vinculado esencialmente a modificaciones metodológicas en el tratamiento estacional del vestuario en virtud de la introducción de la nueva canasta del IPC. Agrega también, que más allá de esto, las medidas de expectativas de inflación volvieron a caer, con lo que hoy se ubican en torno a 3% anual.

Manifiesta que la reducción de la Tasa de Política Monetaria de 100 puntos base en el mes pasado, fue asumida adecuadamente por el mercado, al igual que el mensaje de política monetaria del *IPoM* de enero de 2009. Agrega, que el mercado anticipa reducciones agresivas de la Tasa de Política Monetaria en los meses venideros, hasta un nivel de 3% a 4% hacia el tercer trimestre. Acorde con lo expuesto, señala que para esta reunión las expectativas mayoritarias son por una reducción de entre 100 y 150 puntos base, pero con una dispersión significativa hacia el rango alto.

Comenta el Gerente de División Estudios que los principales antecedentes para la reunión de hoy son: i) el plan de relajamiento monetario implícito en el *IPoM*; ii) la consideración de los diversos escenarios de riesgo y sus implicancias; y, iii) las expectativas privadas.



Indica que, en primer lugar, el escenario base del *IPoM* consideraba un proceso de relajamiento monetario hasta un nivel de la Tasa de Política Monetaria de entre 4% y 5% en el segundo trimestre y que desde un punto de vista meramente operacional, desde su nivel actual de 7,25% anual se pueden considerar diversos caminos para implementar este proceso de relajamiento monetario. Agrega, que dada la periodicidad mensual de las reuniones, se puede tomar como una trayectoria plausible una secuencia de tres reducciones del orden de 100 puntos base cada una, lo que requiere un sesgo explícito, o en un extremo opuesto, una reducción de 300 puntos base en esta Reunión de Política Monetaria sin expresar sesgo. Menciona, que un camino intermedio es una reducción de entre 150 a 250 puntos base con algún sesgo en el comunicado.

Señala en segundo lugar, el Gerente de División Estudios que el escenario internacional se ha tornado mucho más negativo, con una corrección en el crecimiento mundial esperado para el año 2009 de 0,7%, mientras que internamente también se aprecian correcciones de la misma magnitud para el crecimiento del cuarto trimestre de 2008 y el primero de 2009. Manifiesta, que aplicando un criterio basado en la regla de política monetaria habitual, sin persistencia, esta mayor brecha de 1,5% acumulado en dos trimestres, sugiere entre 75 y 100 puntos base de menor Tasa de Política Monetaria, a lo que se debe agregar la caída adicional de las expectativas de inflación, del orden de medio punto para un horizonte de doce meses. Agrega que, en suma, tomando mecánicamente las evaluaciones coyunturales se puede inferir un nivel objetivo para la Tasa de Política Monetaria de entre 150 y 175 puntos base, inferior al considerado en el escenario base del *IPoM* enero de 2009.

Por otro lado, el señor Pablo García menciona que magnitudes similares resultan de los escenarios alternativos discutidos en el citado *IPoM*. Un escenario de crecimiento en torno a 1% para el año 2009, sugeriría un nivel para la Tasa de Política Monetaria, sin inercia, de entre 2% y 3% promedio para el segundo trimestre de este año. Agrega, que ello es coherente con el diagnóstico realizado el mes pasado, cuando se señaló que de repetirse ajustes hacia mayores holguras se podría requerir un nivel de la Tasa de Política Monetaria significativamente por debajo de una instancia neutral en el muy corto plazo.

En tercer lugar, hace presente el Gerente de División Estudios que las expectativas privadas ya están incorporando un escenario de menores presiones inflacionarias y de mayores holguras. La trayectoria de la Tasa de Política Monetaria que se deduce de la curva *forward* indica reducciones sustanciales en el corto plazo, hasta una Tasa de Política Monetaria promedio de entre 3% a 3,5% en agosto próximo. Agrega, que esto denota que el mensaje principal del *IPoM* fue internalizado por el mercado, como también, que el mercado ha aceptado las noticias recientes en la dirección que sugerían los escenarios de riesgo del *IPoM*, y todo esto en un contexto en que los anuncios de política fiscal y su financiamiento, no han introducido grados importantes de volatilidad en los precios de activos financieros.

Asimismo, el señor Pablo García menciona que aún existen riesgos, en términos del efecto de la política fiscal, el que puede ser mayor o menor del supuesto, debido a la incertidumbre acerca de cómo reaccionará el sector privado a las mayores transferencias y reducciones impositivas. Señala también, que el último dato de inflación debe interpretarse con cuidado, debido a la significativa incidencia, en torno a medio punto, del cambio metodológico en el tratamiento estacional del vestuario.



Indica el Gerente de División Estudios, que la consideración de todos estos antecedentes hace que las opciones más plausibles para esta Reunión de Política Monetaria sean reducciones de 100, 200 ó 300 puntos base. Agrega, que se incluye una reducción de 100 puntos base pues es similar a la realizada el mes pasado y concentra varias expectativas del mercado, en particular de la Encuesta de Expectativas Económicas. Señala también, que se consideran como opciones ajustes bastante mayores a 100 puntos base, pues son elevados los riesgos de que se materialice un escenario peor y más desinflacionario que el escenario base que una reducción de 300 puntos base en esta oportunidad, adelantaría en un trimestre la llegada de la Tasa de Política Monetaria a un nivel similar al que se consideraba como punto bajo del ciclo en el escenario base del *IPoM*.

Plantea el Gerente de División Estudios, que desde el punto de vista comunicacional y táctico, una reducción de entre 100 y 200 puntos base, no sería muy sorpresiva, indicando una implementación del plan de reducción de la Tasa de Política Monetaria dentro de lo señalado y esperado por el mercado. En cambio, una reducción de entre 200 y 300 puntos base sería más sorpresiva en ese sentido, ya que un ajuste de la Tasa de Política Monetaria más agresivo indicaría un escenario bastante distinto al contemplado en el *IPoM* de enero de 2009, lo que en estas circunstancias podría afectar la confianza si se interpretara dicha medida como que el escenario considerado internamente es peor que el consenso del mercado. Asimismo, señala que por otro lado, un fuerte ajuste ahora permite precaver la eventualidad de que se siga deteriorando el panorama en los próximos meses, lo que forzaría a ajustes más agresivos aún en los meses venideros.

Indica el señor Pablo García, que otro aspecto comunicacional relevante a considerar es que las decisiones de Tasa de Política Monetaria influyen en el grado de agresividad esperado respecto de futuros movimientos en la Tasa de Política Monetaria. Agrega, que es indudable que en esta coyuntura se sigue estando en una situación excepcional que requiere de acciones inusualmente fuertes, por lo que es importante, entonces, que mientras mayor sea la intensidad del movimiento también se pueda informar que ésta no constituye una norma indefinida hacia delante, sino que responde a ajustes bruscos hacia niveles más apropiados para la coyuntura actual y sus riesgos.

Hace presente el expositor, que al igual que en otras ocasiones, la inclusión de un sesgo es un elemento central de la comunicación de la política monetaria. Agrega, que dados los antecedentes anteriores, en particular, los referidos a las expectativas sobre la dirección de la Tasa de Política Monetaria en escenarios de riesgo que hoy se ven como más probables, es razonable la inclusión de un sesgo nítido en el caso de optarse por una reducción de entre 100 y 200 puntos base. Asimismo, señala que una reducción más abrupta debilita la necesidad de incluir sesgo alguno. Finalmente, menciona que el caso extremo de una reducción de 300 puntos base requiere, por ejemplo, una señal del nivel que se quiera alcanzar para la Tasa de Política Monetaria en el corto plazo, lo que puede realizarse mediante una comparación con los niveles implícitos en las expectativas privadas o la trayectoria contenida en el referido *IPoM*.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación realizada por el Gerente de División Estudios señor Pablo García y ofrece la palabra a los asistentes para comentarios.



El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan menciona que, principalmente, se va a referir a dos puntos, uno relativo a las condiciones financieras domésticas y el otro, al panorama financiero externo.

En cuanto a las condiciones financieras domésticas, la Gerencia de División Estudios en la presentación de esta mañana destacó algunos avances respecto a la situación del mes de enero, en particular, a la caída entre los *spreads* de colocación y captación, y en ese sentido, de los márgenes de intermediación de la banca. Agrega el señor Kevin Cowan, que no obstante lo anterior, estos avances no indican una normalización completa, ya que la situación financiera doméstica sigue siendo compleja. Por un lado, enfatiza que los costos de fondeo en el exterior para las empresas chilenas que se expresan en los bonos en el exterior se han incrementado en el mes de enero y en este sentido, esta fuente de acceso de financiamiento del sector privado chileno se ha deteriorado en el margen, respecto a la Reunión de Política Monetaria del mes de enero pasado. En segundo lugar, los *spreads* que pagan los bancos chilenos por concepto de financiamiento externo siguen altos, cercanos a 150 puntos base, condición que se ha mantenido desde noviembre del año 2008 y que en el margen no mejora. Continúa su exposición señalando que, por otra parte, la Encuesta de Condiciones Crediticias da a conocer que para el último trimestre del año 2008, en particular, en el mes de diciembre pasado, las condiciones de crédito de la banca respecto a consumidores y a empresas, se deteriora significativamente respecto del trimestre anterior.

Continúa su exposición, señalando que en el análisis de esta mañana, se hizo mención a la manera en que se construyen las tasas promedio, lo que dificulta una interpretación de los movimientos de ésta, en particular, en períodos de alta incertidumbre y cambios bruscos de perspectivas de corto plazo como el actual, agregando que no se puede descartar que un cambio importante en su composición, esté alterando o influenciando la evolución de la tasa, llevando su promedio a la baja.

Por otra parte, el señor Kevin Cowan manifiesta que también hay que estar receptivos a la posibilidad de que esta caída en los *spreads* no sea solamente un reflejo de una percepción más favorable y por lo tanto, de un cambio en la oferta, ya que también podría consistir en una respuesta frente a un cambio de demanda, ya que un banco enfrentado a esta situación podría como estrategia de negocios ajustar sus *spreads*, considerando su costo de fondeo para no afectar sus ingresos frente a menores demandas de créditos.

Señala el expositor, que es relevante mencionar, como dato informativo, que la Tasa de Política Monetaria real, esperada, implícita en nuestra tasa de instancia, es significativamente más alta, cercana a 200 puntos base, comparada con otros países pequeños y abiertos a los flujos financieros que no se han visto afectados por esta crisis financiera, como es el caso de Nueva Zelanda, Noruega y Australia. Agrega el señor Kevin Cowan, que es importante tener presente la similitud entre Chile y estos países en lo relativo a las condiciones de demanda y de financiamiento externo al momento de considerar nuestra reacción de política.

Continuando con su comentario, el Gerente de División Política Financiera señala que se referirá también al escenario externo, destacando tres noticias relevantes. La primera, se refiere al anuncio y respuesta al Plan de Rescate Financiero planteado por Estados Unidos de América en el día de ayer, destacando que la recepción que tuvo en el mercado, en vez de entregar confianza y claridad, ha generado confusión y pérdida de confianza por el propio diseño del plan. En este sentido, destaca el señor Kevin Cowan, al igual como lo han hecho varios analistas internacionales, los problemas estructurales que se presentan en este Plan de Rescate.



La segunda noticia, se refiere al riesgo y preocupación que existe en el mercado en orden a que el proteccionismo financiero internacional vaya en aumento. Al respecto, el señor Kevin Cowan hizo referencia a los comentarios recogidos por el Presidente del Banco Central de Chile señor José De Gregorio, en las diversas reuniones en que participó en Europa con bancos involucrados en esta crisis financiera, así como también, en la discusión que se ha planteado en cuanto a la necesidad de que dichos bancos concentren sus préstamos en los propios países en que se encuentran establecidos, lo que, en su opinión, constituyen evidencias de la existencia de este proteccionismo, no solamente en el costo de financiamiento de empresas y bancos chilenos sino que también, en los socios comerciales potencialmente más vulnerables a estos factores.

Finalmente, el señor Kevin Cowan señala que un deterioro significativo en las expectativas de la actividad hacia el corto y mediano plazo, principalmente en Asia, ha significado una caída en el comercio mundial sin precedentes, lo que suprime por completo la idea del desacople. Asimismo, menciona que debido a la importancia que tienen los bienes intermedios en el comercio moderno, la que ha sido enfatizado por varios economistas, recién ahora hace evidente el impacto que tiene esta interdependencia en la transmisión del *shock* en los países de mayores ingresos, por lo tanto, el supuesto desacople que generaba el aumento del comercio en los países de ingresos medios, básicamente es una fracción por cuanto una parte importante del comercio deriva de la demanda final de los Estados Unidos de América y de otros países de altos ingresos.

Señala el expositor, que no se pueden descartar caídas en la demanda de exportaciones mayores que la evolución proyectada para nuestros socios comerciales debido a que nos encontramos en un escenario de integración financiera distinto del que existió en crisis anteriores. Por todo lo expuesto, estima que se ha configurando un escenario similar al de riesgo del *IPoM*, donde lo más importante es adoptar, lo antes posible, una instancia de política monetaria expansiva.

Agrega, que coincide con el planteamiento contenido en la Minuta de Opciones en cuanto a que existe el riesgo de que una baja de la Tasa de Política Monetaria por sobre las expectativas del mercado, pueda producir algún grado de desconfianza mayor en el sector privado, respecto a las perspectivas de mediano plazo, pero, en su opinión, es un tema esencialmente comunicacional que debería ser considerado en la estrategia de difusión del Banco como una manera de aminorar dicho riesgo.

Por lo expuesto, el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que su sugerencia es optar por una rebaja de la Tasa de Política Monetaria de 300 puntos base y sin indicar sesgo hacia delante.

El Presidente señor José De Gregorio agradece sus comentarios al Gerente de División Política Financiera y a continuación ofrece la palabra al Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán De Ramón.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala que del análisis efectuado en la Reunión de esta mañana, se presentan tres hechos que a su juicio son relevantes. El primero, se refiere a una desaceleración significativa de la economía chilena, y en tal sentido, comenta que es particularmente ilustrativo el gráfico en que se muestra que la desaceleración del cuarto trimestre del año 2008 es relativamente similar a la del tercer trimestre del año 1998, y que ese antecedente y el aumento de la brecha subyacente constituyen una noticia relevante.



El segundo hecho, se refiere a que las condiciones restrictivas de la banca se mantienen y a pesar de que las tasas de colocación han caído al igual que las tasas de renovación, lo que no había ocurrido en meses anteriores, el *spread* se mantiene en 600 puntos base mientras que hace unos meses estaba en 400 puntos base.

Continúa su exposición, el Gerente de División Operaciones Financieras agregando que el tercer hecho relevante lo constituye la caída significativa de la inflación, lo que se viene produciendo desde hace algunos meses, sino que también en las expectativas.

Por las razones expresadas, el señor Beltrán De Ramón concluye que, en su opinión, se dan las condiciones para que el Consejo proceda a bajar la tasa de interés, lo que en sí no constituye una novedad, pero agregando que no ve motivo alguno para que ello se efectúe con gradualidad, entendiéndose por tal una reducción de hasta 100 puntos base, por lo que estima que debería considerarse una rebaja en un nivel más alto que el esperado por el mercado de entre 100 a 150 puntos base. Hace presente, que su apreciación coincide con lo expuesto por el Gerente de División Política Financiera, en el sentido de que bajar la tasa por montos superiores de lo que espera el mercado no representaría ningún problema.

Puntualiza, que si bien los temas comunicacionales siempre son relevantes, una baja en la tasa mayor a la esperada por el mercado podría tener efectos en la inflación futura y en el tipo de cambio y, en tal sentido, comenta que es más importante considerar las expectativas que tiene el mercado para los próximos diez meses en relación a la decisión que va a adoptar el Banco Central en esta Reunión, y en ese período, el mercado espera una baja en la Tasa de Política Monetaria de entre 400 o 450 puntos base, por lo que tampoco existirían razones para no hacerlo en esta Reunión de Política Monetaria y mantener con ello un objetivo similar al mercado respecto de dicha Tasa.

Por lo expuesto, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón recomienda reducir la Tasa de Política Monetaria en un monto superior a 150 puntos base.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al señor Gerente de División Operaciones Financieras sus comentarios, y a continuación, ofrece la palabra al Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Matías Bernier.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Matías Bernier manifiesta que inicialmente había considerado tres elementos de análisis, pero luego de la exposición efectuada por el Gerente de División Política Financiera sólo se referirá a la convergencia de las expectativas privadas que forman parte de la Minuta de Opciones presentada por la Gerencia de División Estudios, por lo que concretamente su comentario versará sobre lo acontecido a contar desde la última Reunión de Política Monetaria y como ello ha influido en las expectativas, indicando que en relación con lo anterior, el mercado espera una caída de 200 puntos base en los próximos meses, como se demuestra en la Tasa Política Monetaria esperada que se refleja por medio de las operaciones *swaps* promedio de cámara de hasta 180 días, por lo que independientemente del nivel en que éstas se encuentren actualmente, no existen dudas en el mercado de la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria, por lo que la decisión que adopte hoy el Banco Central de Chile no va a causar grandes sorpresas.



Agrega, que la única duda que subsiste se refiere al lapso del período intermedio y a la magnitud de los ajustes, y en tal sentido, opta por sugerir que se haga de una vez, lo que presenta la ventaja de evitar eventuales inconsistencias con las expectativas privadas, de manera de garantizar una más pronta convergencia y así, no tener que retroalimentar automáticamente reunión tras reunión las expectativas que tenga el mercado con las del Banco Central de Chile.

En consideración a lo anterior, el Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Matías Bernier manifiesta que su recomendación al Consejo, para esta Reunión, es optar por una reducción más agresiva en la Tasa de Política Monetaria de 300 puntos base.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Matías Bernier sus comentarios, y a continuación, ofrece la palabra a la Ministra de Hacienda Subrogante señora María Olivia Recart.

La Ministra de Hacienda Subrogante señora María Olivia Recart primeramente, agradece la información proporcionada en la reunión de esta mañana, como asimismo, destaca las respectivas exposiciones. Manifiesta, que a continuación, va a exponer la visión desde la perspectiva del Ministerio de Hacienda.

En primer término, destaca que el deterioro externo ha llegado a niveles extremos tal como se señaló en la reunión de esta mañana y que en el ámbito internacional persiste la incertidumbre con motivo de la crisis financiera, por lo que la situación se ha tornado más negativa. Agrega, que la crisis afecta a los países de la OCDE y que también se ha extendido a Asia con el consiguiente desplome de la producción industrial en las principales economías de esa región. Asimismo, menciona que Europa del Este también pasa por una situación crítica y que igualmente América Latina se deteriora rápidamente, por lo que si se considera el tipo de cambio del mercado, la economía mundial conforme a estimaciones de fuentes diversas se contraerá por primera vez en seis décadas.

En este contexto, la señora Ministra de Hacienda Subrogante, comenta que a pesar de la solidez de los fundamentos de la economía y la respuesta por parte de la política fiscal y monetaria, las expectativas en Chile se han visto bruscamente afectadas a partir del mes de septiembre de 2008, siendo mucho más agresiva y pronunciada en el último trimestre del año pasado, ya que con excepción del gasto fiscal todos los otros componentes de la demanda agregada muestran signos claros de deterioro.

Continúa su exposición, argumentando que con motivo de la situación que presentó al banco de inversión Lehmann & Brothers, los *spreads* por riesgos subieron drásticamente en todo el mundo y que Chile no fue la excepción. Comenta, que en nuestro país la situación de liquidez se restableció rápidamente y las tasas en dólares *onshore* se normalizaron, pero los *spreads* entre tasas activas y pasivas han sido mucho más persistentes. Como resultado de lo anterior, la tasa de colocación ha estado por encima de la Tasa de Política Monetaria por un período de tiempo mucho más extenso, lo que representa un endurecimiento endógeno de la política monetaria justo en el momento en que la brecha del PIB tendía al alza tanto en Chile como en el extranjero.



Agrega, la señora Ministra de Hacienda Subrogante que la trayectoria de la inflación ha cambiado drásticamente en el último trimestre, con tres meses de inflación negativa que han llevado en doce meses a una tasa muy por debajo de lo previsto hace unas semanas atrás. Indica también, que es muy importante destacar que las expectativas de inflación en todos los horizontes relevantes se han reducido sustantivamente, ampliándose a la meta del Banco Central de Chile la baja de la inflación esperada, mientras que por su parte ha subido significativamente la tasa real, lo que a su vez implica una mayor restricción del impulso monetario justo en momentos en que la economía se desacelera bruscamente.

En este sentido, hace alusión a un artículo de la revista *The Economist* del economista señor Olivier Blanchard del que se desprende que en el escenario de incertidumbre que se enfrenta hoy día, lo que se requiere fundamentalmente es reducir dicha incertidumbre con respecto a lo que pueda ocurrir en esta situación de crisis.

En este sentido y fuera de Chile, hace presente que el riesgo de un colapso sincronizado de la actividad con nuestros socios comerciales se ha vuelto una sorpresa habitual y a ello se suma la debilidad continua de los sistemas financieros de los países avanzados, y a la demora de la implementación de soluciones de fondo, tanto en Estados Unidos de América como en Europa, por lo que, en su opinión, el *shock* externo real y financiero para Chile se ha magnificado con consecuencias dramáticas para la actividad.

En relación a lo anterior, la señora Ministra de Hacienda Subrogante manifiesta que en Chile la inflación ha dejado de ser el principal riesgo, pasando a serlo, a su juicio, que se produzca una baja brusca, profunda e inesperada de la demanda agregada y por consecuencia se afecte la actividad, lo que produciría impactos en el mercado laboral e incluso, potencialmente, en la cartera crediticia de los bancos y por ende, también en el sistema financiero.

En consideración a ello, la Ministra de Hacienda Subrogante comenta que la principal meta hoy de la política fiscal y de la monetaria debe ser evitar esta baja no planeada ni deseada de la demanda agregada, lo que requiere de un impulso monetario mucho mayor que el actual y por lo tanto de una baja cuantitativamente importante de la tasa de instancia, situación que dejó claramente establecida el Banco Central de Chile en su comunicado de la Reunión de Política Monetaria anterior.

Continuando con su comentario, manifiesta que la única pregunta que puede formularse es la de con qué velocidad proceder. En su opinión, dada la claridad respecto a dónde se quiere llegar, el tamaño de la brecha entre el nivel actual de la Tasa de Política Monetaria y el nivel que se quiere alcanzar, no hay razones para dilatarla. Indica, que podría argumentarse que una baja rápida agota con demasiada velocidad el instrumental disponible del Banco Central de Chile, mencionando que ese debate, que se ha planteado en Europa entre otras regiones, no tiene cabida en Chile. Ello, en virtud de las siguientes razones, primero, tanto la tasa nominal como la real en Chile siguen siendo altas; segundo y más importante que lo anterior, el riesgo de actuar tardíamente es mucho mayor que los riesgos alternativos y el costo de equivocarse en esa dirección generaría efectos perjudiciales, tanto para la salud de la economía, como también, para la credibilidad de la política monetaria.



En síntesis, la señora Ministra de Hacienda Subrogante concluye que se enfrenta una situación extraordinaria que hace necesario también adoptar acciones de esa misma naturaleza y por ello, al Ministerio de Hacienda le parece aconsejable una baja potente, inusualmente alta en la Tasa de instancia monetaria, seguida de una discusión del sesgo hacia la baja.

El Presidente señor José De Gregorio informa a los asistentes a esta Reunión de Política Monetaria, que acaba de recibir la noticia del sensible fallecimiento del ex Presidente del Banco Central de Chile, señor Álvaro Bardón Muñoz, razón por la cual solicita que se guarde un minuto de silencio, en su memoria, resolviendo el Consejo suspender la Sesión por el lapso indicado, en carácter de homenaje póstumo.

Una vez reanudada la Sesión, el Presidente ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que en la última semana se ha ido consolidando un escenario de fuerte desaceleración de la demanda interna, un significativo menor dinamismo en la actividad y menores presiones inflacionarias de mediano plazo. Indica, que asimismo, las condiciones crediticias siguen estrechas aunque en el margen muestran alguna mejora relevante y el crecimiento de las colocaciones ha disminuido de manera significativa. Manifiesta, que todo lo anterior sugiere que el proceso de relajamiento monetario debe continuar a una velocidad rápida.

Señala el Consejero señor Sebastián Claro que respecto al *IPoM* hay cinco puntos que desea destacar. En primer lugar, que la noticia de actividad continúa sorprendiendo por el lado negativo, reflejando una caída de demandas más agudas de lo esperado y efectos negativos de las restricciones a créditos.

En segundo lugar, que el registro de inflación de enero, siendo positivo debe ser tomado en su justa dimensión, principalmente, porque está dominado por una caída en combustibles que debiera tender a reducirse y, en especial, por el efecto del cambio metodológico inesperado en la inflación de vestuario, lo que no modifica las perspectivas de una rápida caída de la inflación en el mediano plazo, pero sí contribuye a poner en perspectiva un dato altamente sorpresivo.

En tercer lugar, la apreciación y estabilidad del peso respecto del dólar y otras monedas constituye una noticia importante, y en opinión del señor Consejero, de lectura favorable ya que podría estar reflejando una adecuada capacidad de financiar un *déficit* de cuenta corriente que permite un ajuste adecuado del gasto.

En cuarto lugar, en las últimas semanas las tasas de captación a distintos plazos han caído de manera importante anticipando adecuadamente posibles movimientos de la Tasa de Política Monetaria y así el costo de fondeo de los Bancos, por lo menos desde el punto de vista de fondeo nacional, ha tendido a caer en forma importante y alude en este aspecto, a lo manifestado por el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan sobre la diversidad de las fuentes de fondeo del *déficit* bancario. Agrega el señor Consejero que consiguiente con lo anterior, se ha observado también una caída importante en las tasas de colocaciones y el mercado ha incorporado perspectivas significativas a menores tasas en los próximos trimestres junto con una caída y consolidación de menor inflación, lo cual es una muestra importante de credibilidad y que, en su opinión, facilita de manera fundamental el



actuar de la política monetaria de ahora en adelante. Señala también, que las tasas de captación a plazos menores de un año han caído cerca de 200 puntos base desde la última Reunión de Política Monetaria y cerca de 400 puntos base desde su *peak* en el mes de octubre pasado, y que a su vez los *spreads* de colocaciones y captación han disminuido también aunque siguen elevados, por lo que estima el Consejero señor Sebastián Claro que el margen representa una tendencia que no debe despreciarse.

Finalmente en quinto lugar, el Consejero señor Sebastián Claro señala que las perspectivas de la economía mundial sin duda que han empeorado, tanto por problemas de demanda interna como externa y por la falta de solución a los problemas financieros que mantienen el crédito fuertemente restringido. Indica también, que las malas cifras económicas en los países asiáticos sugieren que la caída de demanda externa, en algunos casos, ha sido significativa y estima que más allá de las necesarias políticas económicas que afectan directamente los precios relativos, como también, las decisiones de ahorro e inversión y los niveles de demanda, la profundidad de la crisis se ha acentuado por dos motivos: el primero, por la débil situación patrimonial de la banca internacional y el segundo, por una creciente desconfianza de los agentes en la capacidad de las autoridades de los países desarrollados para atacar los problemas con soluciones contundentes de fondo y duraderas, lo cual es especialmente relevante en su opinión, en los programas de rescate del sistema financiero, también en la discusión existente sobre la sustentación de los paquetes fiscales en algunos países desarrollados.

Manifiesta el Consejero señor Sebastián Claro, que todo lo anteriormente expuesto refuerza la necesidad de un recorte importante de tasas en Chile, de manera de continuar el proceso ya iniciado y que bajen los costos de financiamiento en el corto plazo. Señala, que nos encontramos en una situación privilegiada para hacerlo y el mercado, ya sea considerando la evolución de las tasas largas, del dólar y las *spreads* de inflación, lo valida y abre el espacio para una política monetaria más expansiva.

Agrega el Consejero señor Sebastián Claro, que en la decisión de hoy hay dos elementos que son claves. El primero de ellos, es entregar una señal al mercado de que la política monetaria se está moviendo a una instancia expansiva, de manera rápida, dado el cambio brusco en las condiciones macroeconómicas y en las perspectivas de inflación. Indica, que este mensaje es clave para generar un impacto rápido en el costo del crédito y que, en tal sentido, cualquiera de las alternativas presentadas con distintos matices satisface este requerimiento, en la medida que sea acompañada de una comunicación clara. El segundo aspecto radica en lograr un equilibrio entre una señal de compromiso y proactividad en la compleja situación actual con una señal de confianza, evitando una reacción que podría ser mal interpretada, aspecto que es mencionado en la Minuta de Opciones y que constituye un argumento importante, ya que estima que la percepción de riesgo y por lo tanto la capacidad final de afectar el costo del crédito, depende de cómo se percibe la decisión.

Manifiesta el Consejero señor Claro, que dado el escenario planteado en el *IPoM* en enero 2009, las nuevas cifras sugieren una situación más compleja y por lo tanto es necesario y conveniente apurar el ajuste de la política monetaria. Sin embargo, indica que resulta difícil pensar que una modificación muy fuerte e inesperada en la Tasa de Política Monetaria no sea interpretada como un cambio muy drástico en la percepción de la situación económica por parte del Banco Central de Chile, lo cual presenta un riesgo no despreciable, que radica en generar inquietudes y desconfianzas en el mercado. Plantea el señor Consejero, que el tema de la confianza es hoy un determinante central, razón por lo que lo ha mencionado con especial énfasis.



Hace presente el Consejero señor Sebastián Claro, que un excesivo *front loading* presenta beneficios marginales en lograr una menor tasa de captación transitoriamente respecto de un escenario donde la tasa cae algo más gradualmente, y se enfatiza claramente el ajuste más probable en la Tasa de Política Monetaria, por lo que considera que hoy día no está en duda y le parece que tampoco es una discusión respecto del nivel al cual la tasa debiera converger, ya que ésta se centra en la gradualidad de la convergencia. Un ajuste *front loading* corre sin embargo el riesgo de generar un efecto indeseado al alza y quizás más duradero en la percepción de riesgo por parte de los agentes económicos, limitando el impacto en la tasa de colocación y en la comunicación posterior de esta decisión, lo que no resulta trivial.

En cambio, indica el Consejero señor Sebastián Claro que una decisión contundente pero algo menos drástica entrega la misma señal de compromiso y proactividad; genera también un impacto muy similar al de las tasas de los papeles del Banco Central de Chile; y, permite una mejor comunicación con el mercado respecto del límite y grado de ajuste de la Tasa de Política Monetaria. Agrega, que dicha Tasa debería moverse rápidamente a una instancia con tasas reales ex ante cercanas a cero, lo que coincide con los precios de los activos financieros al segundo semestre de este año.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que es partidario de comunicar al mercado la decisión de hacer este ajuste de manera rápida y que dado lo anterior, su voto es por bajar la tasa de política monetaria en 200 puntos base, mantener el sesgo a la baja y entregar un mensaje explícito en el comunicado respecto a que esta decisión representa una parte del ajuste para llevar la tasa a un nivel real ex ante cercano a cero en la contingencia.

El Consejero señor Enrique Marshall agradece como de costumbre al *staff* el apoyo brindado para esta Reunión.

Señala que desde la última Reunión de Política Monetaria el panorama externo ha experimentado un nuevo deterioro; las proyecciones de crecimiento global se han ajustado nuevamente a la baja; el clima de recesión se está manifestando con fuerza en las economías emergentes; los mayores ajustes en las proyecciones de crecimiento se han producido precisamente para estas economías; y, los mercados financieros no han presentado mayores novedades, ya que la provisión de créditos sigue siendo muy restringida debido a la debilidad de las instituciones intermediarias y a la desconfianza que aún prevalece en los mercados crediticios. Indica, que este cuadro debería ser superado pero el camino de salida aún no se visualiza con claridad.

Por otra parte, agrega que los precios de las materias primas han disminuido nuevamente con algunas excepciones, que excluyen al cobre, lo que unido a la drástica caída en los niveles de actividad ha consolidado un cambio en el panorama inflacionario y abierto la posibilidad de ajustes monetarios significativos en las economías emergentes, teniendo presente que, en todo caso, los riesgos a nivel global siguen siendo altos y apuntan en un sentido negativo.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall, que en el frente interno los efectos de la crisis son cada vez más evidentes, los indicadores de demanda y actividad confirman un claro deterioro que se asocia, principalmente, con factores de confianza y expectativas. El último IMACEC arrojó nuevamente una cifra muy baja, que se explica no sólo por caídas en sectores de recursos naturales sino por el débil desempeño de aquéllos que responden a la demanda interna, y por otra parte, las importaciones se han desacelerado



considerablemente, el empleo ha perdido dinamismo y la tasa de desempleo ha comenzado a subir, por lo que con ello las proyecciones de crecimiento del Banco Central de Chile para el primer trimestre del presente año se ubican por debajo de las señaladas con anterioridad. Agrega, que en esa misma línea, el sector privado ha seguido ajustando a la baja sus propias expectativas de crecimiento para este año.

Indica también, que las condiciones crediticias permanecen estrechas; los márgenes de crédito se han reducido en alguna medida, pero permanecen por sobre los observados hasta el tercer trimestre del año pasado, y que, en todo caso el ajuste crediticio se refleja con claridad en el menor dinamismo de los volúmenes colocados.

Asimismo, menciona que el registro mensual de inflación del mes de enero de este año volvió a sorprender a la baja y con ello, se han acumulado tres registros mensuales negativos sucesivos, lo que ha significado reducir las tasas de inflación anual en forma considerable. Agrega, que la reducción considera principalmente algunos ítems de la canasta del IPC y plantea que la desaceleración de la demanda y la actividad permiten reafirmar la convergencia inflacionaria anticipada en el último Informe de Política Monetaria.

Continuando con su exposición, el Consejero señor Enrique Marshall señala que las expectativas de inflación, medidas a través de distintos indicadores, se han reducido en forma considerable y se encuentran bastante alineadas con la meta; las expectativas para la Tasa de Política Monetaria se han vuelto a corregir a la baja y, en lo más reciente, con particular intensidad, ya que el mercado espera un recorte de entre 100 a 150 puntos base para esta Reunión, como también, otros ajustes adicionales que llevarían la citada tasa a un nivel de entre 3.3% y 4% a mediados de año.

En estas circunstancias, comenta el señor Consejero que surge con bastante nitidez la necesidad de proceder a una nueva rebaja de la Tasa de Política Monetaria y que el punto crítico es la magnitud del ajuste requerido. En tal sentido, descarta una rebaja similar a la efectuada en la Reunión de Política Monetaria anterior y se inclina por un recorte más bien drástico, por las siguientes consideraciones:

Primero, indica que la Tasa de Política Monetaria no obstante el ajuste efectuado permanece en un nivel muy alto, lo que queda en evidencia si se calcula su nivel real; la rápida y significativa reducción de las expectativas de inflación; y, el deterioro de las condiciones cíclicas, factores que han impreso en la Tasa de Política Monetaria un sello muy restrictivo, que no se condice ni con la trayectoria de los últimos años, como tampoco, con las condiciones cíclicas que se enfrentan. Agrega el Consejero señor Enrique Marshall que este desajuste de nivel ha tendido a aumentar en el último tiempo, y por lo tanto, debe ser corregido con prontitud por lo menos en parte importante.

Segundo, señala que el panorama interno con los datos disponibles muestra un deterioro mayor que el previsto con anterioridad, lo que aconseja contemplar acciones de política mucho más decididas que las incorporadas en las proyecciones previas del Banco Central.

Tercero, hace presente que los riesgos para el escenario base están claramente inclinados en un sentido negativo, lo que hace recomendable anticipar ajustes ya descontados.



Cuarto, que resultan inevitables en estas circunstancias ciertos ajustes a las hojas de balance de las empresas, como también, en los hogares, por lo que una normalización más rápida del nivel de la Tasa de Política Monetaria facilitaría dicho proceso.

Quinto, finalmente, señala que no se visualizan restricciones o limitaciones macroeconómicas para actuar en esta línea, ya que los fundamentos de la economía chilena permiten que la política monetaria acomode tasas más bajas en esta fase del ciclo.

Agrega, el Consejero señor Enrique Marshall, que se puede argumentar en contrario que esta decisión sorprendería al mercado, el cual espera un recorte de magnitud bastante inferior y que ello podría generar cierto grado de incertidumbre y algunos costos. Sin embargo, estima que es preciso reconocer que el mercado espera ajustes adicionales a la Tasa de Política Monetaria en el curso de los próximos meses, de manera que un recorte como el sugerido debería ser asimilado con relativa rapidez, por lo que con el objeto de acotar riesgos y facilitar los ajustes de precios, se inclina por una rebaja del orden de 250 puntos base.

En consecuencia, el Consejero señor Enrique Marshall vota por bajar la Tasa de Política Monetaria en 250 puntos base para dejarla en un nivel de 4,75% anual. Sin perjuicio de ello, manifiesta su disposición a considerar una cifra algo distinta, por cierto dentro de un orden de magnitud similar, en aras de obtener un consenso en esta Reunión.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece como siempre el análisis del *staff*. Indica que hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la Reunión de Política Monetaria anterior, que está contenido en el párrafo dos de la Minuta de Opciones, al que añade los malos resultados contables de los principales bancos comerciales de Estados Unidos de América, los que estuvieron muy por debajo de lo esperado. Señala, que con ello se debilitó el respaldo de capital de esos bancos generando una percepción de mayor vulnerabilidad respecto de la solvencia de los bancos más tradicionales o, lo que es equivalente, elevando la percepción respecto del volumen de recursos públicos necesarios para sanear el sistema financiero de Estados Unidos de América. El Consejero señor Manuel Marfán agrega también a esa lista de antecedentes, los pésimos registros de la actividad manufacturera de Japón y Corea del Sur. Indica, que como ha señalado en oportunidades anteriores, a su juicio, los mecanismos de transmisión de una crisis financiera externa y de recesión global hacia la economía chilena, se darían mayormente a través de la cuenta corriente de la balanza de pagos que por medio de la cuenta financiera, dada la fortaleza actual de la economía en este último año y, también, por expectativas hacia escenarios más negativos. Comenta el señor Consejero, que el peor escenario de crecimiento global es en consecuencia una mala noticia para las perspectivas de crecimiento.

Respecto de la Minuta de Opciones, el Consejero señor Manuel Marfán destaca principalmente, la corrección hacia la baja del crecimiento de corto plazo proyectado para la demanda interna respecto del *IPoM* del mes de enero de 2009. Indica, que considerando la corrección del cuarto trimestre del año 2008 y del primer trimestre de este año, el nivel de la demanda interna sería casi un 2% más bajo a fines de este trimestre de lo que consideraba el escenario base. Agrega, que una proyección preliminar de la demanda interna para el segundo trimestre del año 2009 elevaría ese diferencial en torno a un punto porcentual adicional y que las implicancias de este cambio de escenario para la proyección de la brecha del PIB y de la inflación, como también, para las decisiones de política monetaria son inequívocas.



Indica también, el Consejero señor Manuel Marfán, que el ritmo de reducir la Tasa de Política Monetaria de a cien puntos base en cada reunión, que se deducía del escenario base, quedó atrás, ya que con los nuevos antecedentes, el retorno de la inflación anual al centro del rango meta se adelantaría varios trimestres, incluso bajo un escenario conservador para el tipo de cambio. En este contexto, señala que no tiene sentido mantener una instancia o impulso monetario contractivo como el actual, sino que debe tornarse francamente expansivo, logrando de paso un mayor alineamiento de la tasa de interés chilena con las internacionales.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Manuel Marfán vota por reducir la tasa de política monetaria en 250 puntos base, manteniendo el sesgo a la baja en el comunicado. Agrega, que la razón por la cual discrepa de la opción de reducirla de una sola vez al nivel deseado, radica en que hay cierta lógica en mantener algún grado de persistencia por el eventual error de tipo dos que pudiera haber en la decisión que se adopte. De todas maneras, estima el Consejero señor Manuel Marfán que la redacción del comunicado es tan importante como la decisión que se acuerde respecto de la Tasa. Finalmente, indica que está disponible para sumarse a un acuerdo unánime que esté en la línea de hacer reducciones más drásticas de las que espera el mercado en la Tasa de Política Monetaria.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que el Informe de Política Monetaria del mes de enero proyectó una importante caída en la inflación proyectada, lo que llevó al Consejo a introducir un recorte de 100 puntos base en la Tasa de Política Monetaria en la reunión de dicho mes, el cual fue acompañado de un comunicado que señalaba que, en el escenario más probable, este recorte sería seguido por otros. Indica el señor Vicepresidente, que desde esa fecha, se ha acumulado información adicional que obliga a revisar el diagnóstico del Informe de Política Monetaria del mes de enero.

Comenta el señor Vicepresidente que en el plano internacional, las perspectivas de crecimiento global para el año 2009 se han deteriorado significativamente, indicando que en el caso de nuestros socios comerciales, desde un crecimiento de 0,4% se ha pasado a una contracción de 0,3% y tratándose de la producción industrial y del comercio exterior la corrección ha sido particularmente severa a nivel global.

En el plano interno, señala el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux que pese a la relativa normalidad que se observa en el mercado monetario, al fortalecimiento que ha experimentado el peso y al alza registrada por la bolsa, las cifras de actividad y demanda interna han mostrado un debilitamiento superior al previsto en el Informe de Política Monetaria del mes de enero de 2009. Indica, que dado que en Chile no se observa un estrangulamiento crediticio, que su sistema financiero se encuentra sano y bien capitalizado, y que el país tiene mecanismos para aislar a la economía de las fluctuaciones del precio del cobre, este severo ajuste sólo puede representar una reacción endógena frente a un importante ajuste de expectativas de parte de consumidores e inversionistas.

Como resultado de lo expuesto, estima el señor Vicepresidente, que las proyecciones de inflación se han corregido a la baja, lo que se ha extendido también a las expectativas privadas de inflación.



Indica, que frente a este cuadro, resulta necesario revisar la trayectoria ideal de la Tasa de Política Monetaria que consideraba el Informe de enero de 2009, y que contemplaba un recorte de dicha tasa de política monetaria a niveles de entre 4% y 5% para el segundo trimestre de este año. Señala, que el Informe de la Gerencia de División Estudios sugiere aproximarse a esta nueva realidad de dos maneras alternativas. Por una parte, evaluando el cambio que ha tenido lugar desde enero pasado en las brechas de capacidad, un incremento de 1,5 puntos porcentuales en dos trimestres, y en las expectativas de inflación, una reducción de medio punto porcentual en un horizonte de 12 meses. Precisa, que este ejercicio lleva a corregir los niveles objetivos para la Tasa de Política Monetaria del Informe del mes de enero de 2009 en alrededor de 150 a 175 puntos base, hasta alcanzar tasas en torno a 3% en el segundo trimestre de este año. Por otra parte, el propio Informe del mes de enero citado, presenta un escenario alternativo que tiene similitudes con las condiciones actuales, el que apunta a un nivel objetivo de la Tasa de Política Monetaria, sin inercia, de 2% a 3% en promedio para el segundo trimestre de 2009.

Comenta también, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux que, en su opinión, la decisión de hoy debe enmarcarse en este nuevo escenario base, donde la convergencia de la inflación a 3% anual requiere de un ajuste en torno a 425 puntos base en el curso de un trimestre, de modo que, a pesar de que persisten importantes grados de incertidumbre interna y externa, la decisión de hoy debe enfocarse a la tarea de cómo aproximarse de manera óptima a este nuevo nivel objetivo para la Tasa de Política Monetaria. Desde esta perspectiva, el señor Vicepresidente estima que debe descartarse la opción de un recorte de 100 puntos base, porque los escenarios de riesgo para la actividad y la inflación siguen estando sesgados a la baja, y que por lo tanto una estrategia gradual no parece aconsejable.

Señala el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux que las alternativas propuestas de recortar la tasa de política monetaria en 200 ó 300 puntos base tienen la ventaja de ser proactiva, en el sentido que de darse un deterioro adicional de la economía, dejan al Banco Central de Chile en condiciones de realizar oportunamente ajustes adicionales que permitan garantizar la convergencia inflacionaria en el horizonte habitual de política. Entre estas dos alternativas, el señor Vicepresidente se inclina a favor de la opción de reducir la tasa de política monetaria en 200 puntos base, puesto que sería menos sorpresiva para el mercado, y por lo tanto, no tendría efectos significativos en los precios de los activos financieros y las expectativas de los agentes económicos. Por otra parte, agrega que la opción de recortar la tasa de política monetaria en 300 puntos base presenta la ventaja de un ajuste más proactivo, pero que a la vez podría afectar los precios de los activos financieros y las expectativas de los agentes económicos en una dirección contraria a la deseada.

Comenta el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, que si el deterioro de la demanda interna y la actividad en los últimos dos trimestres obedece esencialmente a un deterioro de expectativas, éste ciertamente no sería un tema a descuidar. En efecto, una medida tan radical podría llevar a un deterioro adicional de las expectativas internas y poner en tela de juicio la solidez de la economía chilena en el plano externo. Con todo, señala que le otorga un gran valor al hecho de que la decisión de hoy cuente con un fuerte respaldo al interior del Consejo, por lo cual está dispuesto a sumar su voto a una opción alternativa a la planteada, si es que ella logra concitar el apoyo de una mayoría.



Por las razones expuestas, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux vota por recortar la Tasa de Política Monetaria en 200 puntos base. Por último, señala que concuerda con las recomendaciones de la Gerencia de División Estudios sobre el contenido del comunicado que debe acompañar a esta decisión.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que las noticias más recientes indican que el escenario de riesgos negativos en materia de actividad, que se señaló en nuestro último *IPoM*, se estaría materializando. En particular, las proyecciones de crecimiento de la economía mundial se han deteriorado de manera importante.

Respecto de nuestra Reunión de Política Monetaria de enero, la proyección de crecimiento del PIB de los socios comerciales este año pasaría de un 0.4 a -0,2 de acuerdo a la última revisión del WEO. Reducciones en las tasas de crecimiento proyectadas del orden de 0,6 puntos porcentuales se verifican también para el PIB mundial a precios de mercado y a PPP. El mundo, ponderado a precios de mercado, podría contraerse hasta en un 1%, cifra no observada en muchas décadas.

Por otra parte, señala el señor Presidente que el escaso avance en materia de resolución de la crisis financiera, en particular, en los Estados Unidos de América, agrega mayores riesgos al panorama internacional. Indica, que se está frente a una crisis internacional de proporciones, y que si bien se puede esperar que en el transcurso del año el panorama se debiera ir despejando, aún persisten enormes incertidumbres.

En materia interna, comenta el señor Presidente que los datos de actividad han estado por debajo de lo esperado, lo que indica un debilitamiento en materia de actividad y ampliación en holguras de capacidad para nuestra economía.

En el ámbito inflacionario, habida cuenta de los cambios metodológicos en la nueva medición del IPC, la convergencia de la inflación hacia la meta estaría ocurriendo de manera rápida, situándose en el rango de 2 a 4% a mediados de este año, y tomando en cuenta la volatilidad de los registros del año pasado, se puede incluso pasar algunos meses en la parte inferior del rango. Agrega, que el reciente fortalecimiento del peso contribuiría a consolidar esta proyección, mientras que la ampliación de holguras debería agregar mayores presiones a la caída de la inflación.

Señala el Presidente señor José De Gregorio, que lo anterior hace estimar, dado que la convergencia de la inflación ocurre en un plazo breve y las holguras se amplían, que se requiere de un impulso monetario mayor que el estimado en el mes de enero pasado. De hecho, un nivel razonable sería llevar la tasa de interés real de política monetaria a 0, cifra no muy distinta de la observada desde fines del año 2002 hasta fines del año 2004, período en el cual incluso estas tasas reales fueron negativas. Agrega, que esta cifra es del orden de la indicada en la Minuta de Opciones y también resulta coherente con las noticias recientes de actividad e inflación.

Comenta, que si hoy se debiera decidir entre balancear los riesgos de quedar cortos o pasarse con la tasa, cree que con una adecuada evaluación de los riesgos debiera optarse por lo segundo. Esta decisión busca reducir los riesgos de escenarios aún peores que los actuales. En consecuencia, la pregunta central es la velocidad a la que se debiera llegar a ella. A juicio del señor Presidente, esto debiera ocurrir con rapidez, dada la velocidad con que se reciben noticias negativas de la economía mundial, y su impacto sobre la economía chilena, es decir el ajuste debería ser *front loaded*.



Puntualiza que dadas las expectativas de mercado, el impacto que pudiera tener sobre las variables financieras y las señales confusas que pudiera dar sobre el diagnóstico de la economía, no le parece recomendable actuar de una sola vez, por ejemplo, en unos 425 puntos base. De hecho, cree que se debiera anunciar en nuestro comunicado que esto ocurrirá en ésta y la siguiente reunión, de manera que la sorpresa para el mercado sea acotada. Agrega, que hacer esto en sesenta días le parece difícil de justificar y sostener, dado el sesgo de las noticias macroeconómicas. Indica, que esperar un mes para completar este proceso, permitirá calibrar el siguiente ajuste de modo de alcanzar una tasa de interés que deje con un sesgo neutral, al menos uno en el cual se pueda sostener una tasa constante por algunos meses. Para alcanzar dicho objetivo, señala el Presidente señor José De Gregorio, se necesita espacio y un ajuste de 200 puntos base no basta pues acota, en un escenario realista, la tasa terminal a 3,25%. Por ello, cree que hoy, hay que bajar la tasa en 250 puntos base, algo por encima de las expectativas más altas de recorte.

Señala, que sin duda esta decisión tiene riesgos y está sujeta a algunos problemas. A su juicio y por la discusión que se ha tenido, el principal problema es la señal que da irse fuera de lo que ha sido la práctica y lo que espera el mercado. Efectivamente, algo de esto pudiera ocurrir, pero se debiera mitigar con un buen comunicado, y por su parte le cuesta pensar que en el margen el efecto neto de esta decisión sea restrictivo. Indica el señor Presidente, que por otra parte no se estaría más que reconociendo la realidad, es decir, se estaría indicando que la probabilidad de crecer entre 2% y 3% se ha reducido drásticamente, pero ello es la conclusión natural de las menores perspectivas de crecimiento mundial, algo que ya se observa en la cifras del primer trimestre.

Por otro lado, le parece que también existe una señal positiva y es que la política monetaria es capaz de adelantarse, asumir liderazgo y prevenir los efectos de eventos más negativos en el futuro. Si se hubiera sobrerreaccionado, la solución es revertir el curso de la política monetaria, y si eso ocurre, cuanto mejor, por lo tanto, la reversión temprana del curso de la política monetaria no debería ser impedimento para actuar con decisión.

Por otra parte, señala que las dificultades con que operan los mercados financieros en sus arbitrajes y su transmisión a las tasas de colocación, podrían llevar a pensar que en el margen algunas decisiones de gasto se posterguen mientras la tasa no llegue aún a su piso. Menciona, que esperar que la tasa llegue a su piso a fines de año podría limitar los efectos expansivos de la política monetaria. Comenta que aún cuando ha sido tradicionalmente crítico de este argumento, en particular cuando los mercados financieros son relativamente eficientes, hoy el funcionamiento de los mercados financieros y la magnitud de los ajustes de tasa previstos no permiten descartar este argumento con facilidad. Asimismo, un *frontloading* debiera acelerar la transmisión de la Tasa de Política Monetaria a las tasas de mercado.

Plantea el señor Presidente, que otro cuestionamiento a actuar con agresividad es que el movimiento de tasas podría aparecer anormalmente alto dado los estándares internacionales del último año. No obstante, indica que se está partiendo de una tasa bastante más alta, la que correctamente se elevó para responder a un desafío inflacionario de proporciones, de modo que en términos porcentuales la reducción de tasas no es excepcionalmente alta. Más aún, son precisamente las proyecciones para la trayectoria de la inflación y las fortalezas de nuestra economía las que permiten *hacer frontloading* en materia de política monetaria, algo que desafortunadamente otras economías emergentes no pueden hacer. Menciona, que se ha construido una sólida posición macroeconómica que otorga muchos grados de libertad para usar políticas contracíclicas, las que se deben usar.



Por las razones expuestas, el Presidente señor José De Gregorio, vota por bajar la tasa en 250 puntos base y con un claro sesgo a la baja. Agrega, que el comunicado debiera indicar que se llegará rápido a una tasa inferior a la prevista en el último *IPoM*.

El Presidente señor José De Gregorio señala que como consecuencia de la votación efectuada se han obtenido tres votos por bajar la tasa en 250 puntos base y otros dos, por disminuirla en 200 puntos base.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux expresa que en el momento de emitir su voto manifestó su intención de sumarse a la votación de mayoría, por lo cual también se adhiere al acuerdo de bajar la tasa en 250 puntos base.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si en este ánimo de obtener consenso, sería factible considerar la posibilidad de que la rebaja de la Tasa de Política Monetaria sea de 225 puntos base.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que, en su opinión, en períodos normales los movimientos de tasas pueden variar del orden de 25, 50 y 75 puntos base, pero en situaciones como la actual éstos debieran ser, al menos, de 50 puntos base.

El Consejero señor Sebastián Claro, atendido lo expuesto, hace presente que mantiene su decisión de rebajar la Tasa de Política Monetaria en sólo 200 puntos base.

En consideración a lo señalado, el Presidente señor José De Gregorio deja constancia que la votación de los señores Consejeros en esta Sesión, es de cuatro votos por bajar la tasa en 250 puntos base y de un voto del Consejero señor Sebastián Claro por reducirla en 200 puntos base.

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

135-01-090212 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 250 puntos base, hasta 4,75% anual.

Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 250 puntos base, hasta 4,75% anual.

Esta decisión se fundamenta en la perspectiva de una caída significativa de la inflación, y adelanta la convergencia de la tasa de política a un nivel coherente con el entorno macroeconómico actual y sus riesgos.

En el ámbito externo, los datos más recientes muestran que la severa desaceleración de la economía global se ha acentuado más allá de lo esperado, en el primer trimestre de este año. En tanto, persiste la incertidumbre respecto del plazo en que se resolverán los problemas financieros globales. La probabilidad de materialización de escenarios más negativos ha aumentado. Los precios de los productos básicos se han mantenido en niveles bajos.



En el plano interno, la información disponible para la actividad y la demanda del cuarto trimestre del 2008 y del primer trimestre de este año muestra una ampliación de holguras mayor a la considerada en el escenario base del reciente Informe de Política Monetaria. El empleo se ha desacelerado y persisten condiciones crediticias estrechas.

En enero, la inflación mensual fue menor que la esperada. Dicha sorpresa se explica principalmente por cambios metodológicos en el tratamiento de la estacionalidad en el nuevo IPC. Con todo, se espera una rápida convergencia de la inflación hacia la meta. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos y las expectativas de inflación han descendido.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, la TPM seguirá una trayectoria por debajo de la considerada en el escenario base del IPoM, convergiendo en el corto plazo a niveles comparables con los implícitos en los precios vigentes de los activos financieros para mediados de año. Con ello, el Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:45 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

MARÍA OLIVIA RE CART HERRERA
Ministra de Hacienda Subrogante

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe