



## BANCO CENTRAL DE CHILE

### ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 136 celebrada el 12 de marzo de 2009

---

En Santiago de Chile, a 12 de marzo 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.

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;  
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;  
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;  
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;  
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;  
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;  
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;  
Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander;  
Gerente de Investigación Económica Interino, Pablo Pincheira Brown;  
Asesor del Ministerio de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;  
Economista Senior, doña Erika Arraño González;  
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;  
Asesora de la Presidencia, doña Mariana García Schmidt; y  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor José De Gregorio señala que el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco se excusó de no poder asistir a la Reunión de la mañana, por razones de su cargo, y que asistirá a la Reunión de la tarde.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie la exposición de la parte internacional.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann comienza su presentación del escenario internacional, señalando que en Estados Unidos de América, los indicadores del último mes dan cuenta del predominio de un deterioro que va más allá de lo esperado en la actividad en ese país. Comenta el señor Gerente que destacan las cifras asociadas al mercado laboral; el sector vivienda sigue ajustándose con una velocidad más allá de lo esperado y los datos de confianza de consumidores están apareciendo más negativos. Por último, señala que la producción industrial también está dando cuenta de una caída más allá de lo esperado.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux menciona que ha observado en el día de hoy unas cifras del mes de febrero, respecto de ventas minoristas en Estados Unidos de América, y señala que éstas fueron mejores de lo que se esperaba.



El Gerente señor Sergio Lehmann comenta que efectivamente ese dato es real, pero que se trata de una variación mínima. Continúa su exposición, indicando que en la Zona Euro prevalecen las noticias negativas, destacándose el dato de ventas minoristas, de producción industrial y el índice PMI. Menciona asimismo, que el sentimiento en esta Zona es más negativo, lo mismo que en materia de confianza y producción industrial en algunas economías. Señala por su parte, que en el día de hoy se publicó el dato de producción industrial de Alemania, que alcanza en torno a -20% de variación en doce meses, resultado que es más negativo de lo esperado. Comenta el señor Gerente que en Japón destaca el "desplome" del sector externo y de la producción industrial y que si bien hay datos mixtos al respecto, la caída de la producción industrial alcanza a un 30% y las exportaciones caen también muy fuertemente, en casi un 50%.

Indica el señor Sergio Lehmann que en el caso de las economías emergentes, Asia lidera en ese sentido. En el caso de Corea, se muestra una caída de aproximadamente 20%, variación en doce meses. Respecto de China por su parte, se aprecia una desaceleración algo menos pronunciada en doce meses, que lo que estaba registrando el mes anterior. Agrega que el aumento de producción industrial de China es de 11%, pero en general constituyen cifras todas negativas. Señala que en las exportaciones se observa un fenómeno parecido, donde nuevamente Asia es la que se ha visto más fuertemente afectada y el caso de Japón destaca especialmente. No obstante, informa que en el resto de las economías desarrolladas también se aprecian caídas relativamente significativas. Respecto a expectativas de la gente, indica el señor Gerente que éstas se mantienen muy deterioradas.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que el dato real es interesante e importante, porque los australianos, por ejemplo, dicen haber tenido caídas de importaciones reales en el primer trimestre cercanas al 10%, sin embargo, en Asia casi todo lo nominal es real.

El Gerente señor Sergio Lehmann continúa su exposición, señalando que respecto a expectativas, se observa que el PMI Manufacturero da cuenta que continúa la contracción de la economía y que si bien tiene un pequeño repunte en algunas de ellas, sigue estando muy negativo, especialmente en economías de Asia, y en particular, Corea y Japón. Menciona que se refiere al sentimiento de empresas fundamentalmente y que corresponden a encuestas a gerentes de compra. En el caso de confianza de consumidores, señala que los que perciben una situación más pesimista son Estados Unidos de América y la Zona Euro. Agrega que en otras economías también hay un sentimiento más bien negativo, pero algo más moderado en relación a esas economías. Respecto a la expectativa de crecimiento hacia el año 2009, el señor Gerente exhibe las dispersiones obtenidas a partir del *Consensus Forecasts* de febrero y señala que se observan dos fenómenos interesantes de destacar. Primero, que hay un movimiento de contracción más acentuado en general en todas las economías, pero además particularmente en Japón y China. Comenta que hoy día hay mucho más incertidumbre respecto, por ejemplo, a cuál puede ser el crecimiento efectivo de Japón para este año. Por su parte, en el caso de Estados Unidos de América se da una situación parecida, pero no tan marcada. En el caso de China se observa una distribución bimodal, es decir, hay algunos que de alguna manera apuestan en algún grado al paquete fiscal chino y las autoridades de ese país creen efectivamente en las bondades de su plan. Además, se observa otra concentración en materia de distribución más cercana al 6%.

Indica el señor Gerente que para el año 2010, se observa un fenómeno parecido, en el sentido que la función y distribución están muy abiertas, y si se pudiese comparar con una función y distribución normal de un año como el 2006, están mucho más acotadas. Menciona que siempre los agentes perciben que las economías se mueven hacia su crecimiento potencial, pero hoy día claramente eso no es así. Hace presente que para el año 2010, en el



caso de Estados Unidos de América se observa un grado de concentración en torno a 1%, pero hay algunos agentes que están pensando que el próximo año la contracción también continuaría. Indica que algo parecido ocurre en la Zona Euro, y que en Japón también se observa una dispersión muy amplia en materia de crecimiento. Por otra parte, en China también se aprecia lo mismo, pero tal vez en ese caso más concentrado con un crecimiento en torno al 8%.

Agrega el señor Sergio Lehmann que se tiene un ajuste a la baja en el crecimiento, prácticamente en todas las regiones, y que se observa que las economías desarrolladas ajustan nuevamente las proyecciones de los bancos de inversión desde su crecimiento en una clara recesión. En el caso de América Latina, comenta que se observa una desaceleración importante, y que ya se está cercano a una recesión. Menciona que se analizará qué información están entregando los bancos de inversión y qué está proyectando el Banco Central de Chile, pero eso es, básicamente, lo que se está observando a partir de *Consensus Forecasts*, es decir, un ajuste muy importante en materia de crecimiento hasta este año.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que tiene la impresión que en los promedios exhibidos, si cada una de las personas que hace proyecciones, realiza una proyección que es autoconsistente y hay un escenario implícito, ese corresponde a un escenario promedio. Entonces, cree que, a lo mejor, existe una mitad que está en un escenario hiper pesimista y la otra mitad está en un escenario solo pesimista y le parece que el escenario promedio no existe.

El Gerente señor Sergio Lehmann prosigue con su exposición señalando que al sopesar todos los antecedentes, *Consensus Forecasts*, bancos de inversión y también mirando las trayectorias hacia adelante, se construyeron tres escenarios, para Japón, Zona Euro y Estados Unidos de América. Describe que la línea punteada del cuadro que exhibe, da cuenta de qué están hoy día proyectando, en materia de trayectoria de crecimiento hacia adelante, una muestra de bancos de inversión, y si observa adecuadamente, en general ellos están viendo una regulación de esas economías hacia el año 2010. Señala que en algunas ocasiones esas informaciones tienen algún rezago y por eso se han incorporado otros antecedentes al análisis que dan cuenta de lo siguiente: Primero, que la línea punteada lo que recoge es suponer que esas economías se mantienen *flat* hacia el año 2010 y eso sería coherente con un crecimiento de 0% tanto para Estados Unidos de América, la Zona Euro y Japón el año 2010.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si acaso el año 2009 se observan caídas como las que estaban proyectando.

El señor Gerente de Análisis Internacional responde que la situación planteada por el señor Presidente se apreciará enseguida, cuando muestre el cuadro resumen, pero que, obviamente, estas tres zonas muestran claramente caídas en torno a 2 y 3%. Comenta que Chile se encuentra en una posición intermedia para el año 2010 y se supuso que se tendrá una recuperación extremadamente lenta, muy *flat* hacia 2009 y una ligera recuperación muy tenue durante el mismo año. Menciona que se trata de una situación más bien intermedia entre una economía que no se recupera y una que tiende a recuperarse, en algún grado.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que ha sostenido conversaciones de carácter informal con algunas autoridades del Fondo Monetario Internacional y, esa Institución está pensando en un crecimiento en torno a 0% para el año 2010. Señala el señor Lehmann que lo que resulta con esa ligera recuperación es algo más optimista, pero se trata de un crecimiento, de todas formas para esas tres regiones, muy cercano a cero. Indica que lo que se está planteando es, primero, un ajuste en el crecimiento para el mundo en el año



2009, lo que está asociado a una percepción de Estados Unidos de América más negativo, lo que es básicamente muy similar a lo que los bancos de inversión están proyectando. La Zona Euro, por su parte, se observa también con un crecimiento más negativo de lo que se tenía hace un mes atrás y Japón, tomando los antecedentes más recientes y también lo que en algún grado se recoge de la función de distribución de las encuestas *Consensus Forecasts*, se presenta muy negativo con menos un 6%. China por otra parte figura con un crecimiento bastante más moderado, en torno al 7% que se veía hace un mes atrás. Señala que el resto de Asia se presenta negativo y América Latina también, lo que da un crecimiento para el mundo de -0,4% que está en línea con lo que se ha dado a conocer por parte del Fondo Monetario Internacional, en términos de que el crecimiento para este año 2009 sería de -0,5%. Lo anterior, estima que es coherente con lo que hoy día ha dado a conocer el Banco Mundial, que indica una caída del crecimiento de 1 ó 2%.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta de qué fecha es la columna del *WEO* que se exhibe. El Gerente de Análisis Internacional indica que es de hace un mes atrás, y es lo que se conoció cuando hizo su actualización de proyecciones el Fondo Monetario Internacional hace un mes atrás, a principios de febrero, poco después del *IPoM* del Banco Central de Chile.

El señor Vicepresidente consulta si no se cuenta con datos más recientes que los que se han filtrado, y el señor Sergio Lehmann informa que menos 0,5 de crecimiento es la cifra que se dio a conocer formalmente.

Por su parte el Gerente de División Estudios comenta que según cree esa cifra tiene un sesgo a la baja y que quizás pueda incluso ser corregida en los *meetings* de abril. En segundo lugar, señala que efectivamente para el 2010 el Fondo Monetario Internacional está pensando en cifras más bien cercanas a cero para los países desarrollados.

El vicepresidente señor Jorge Desormeaux comenta que la proyección del Banco Central se va a parecer o se parece un poco a la que va a dar el Fondo Monetario Internacional.

El Gerente de Análisis Internacional menciona que efectivamente así es y que de hecho para el 2010 también se aprecia un movimiento en esa dirección y en la trayectoria intermedia que se planteaba se obtendría un crecimiento en torno a 0% para Estados Unidos de América, la Zona Euro y Japón para el próximo año. Comenta que lo anterior es claramente mucho más negativo de lo que se estaba viendo para Estados Unidos de América hace un mes atrás y eso lleva una corrección importante del crecimiento para el año 2010 tanto en el PPP, como a precio de mercado.

Respecto a inflación, indica el señor Sergio Lehmann que ésta continúa cayendo lo que se aprecia claramente en las trayectorias por región exhibidos respecto a países desarrollados, Estados Unidos de América y Japón, que están prácticamente en una inflación 0. En términos de proyecciones, menciona el señor Gerente que sobre la base justamente de los antecedentes expuestos se observa una revisión importante en materia de proyección y de hecho ya predomina la visión o escenario base de una deflación en las economías desarrolladas. Por su parte, en el caso de América Latina la inflación es mucho más resiliente y se ajusta algo, pero bastante más moderadamente. Señala que mucho más importante por cierto es el ajuste de la inflación en Asia y en Europa del Este donde también es bastante más moderada la corrección entendiendo que hay un efecto cambiario importante en las economías del Europa del Este que están enfrentando una situación mucho más compleja en materia de sus equilibrios macro.



Informa el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann que la situación de los bancos ha vuelto a tensionarse y al efecto muestra los eventos más recientes a propósito de la pérdida del *Citi Group* del cuarto trimestre. Lo anterior no obstante las cifras que daban cuenta ayer que, eventualmente, los resultados pudiesen estar mejorando para esa institución. Señala que de todas formas el CDS sostiene el alza que se registró en los días previos, lo que da cuenta que todavía hay grandes incógnitas respecto al sistema financiero o sistema bancario tanto en Estados Unidos de América como en el resto de las economías desarrolladas.

Indica el señor Sergio Lehmann que en Estados Unidos de América la morosidad continúa aumentando y en este sentido muestra una gráfica que evidencia lo que está ocurriendo con la morosidad vinculada a créditos *subprime*, que alcanza a cifras en torno a 20%. Agrega que la morosidad total se ubica en torno a 8%, y la prime también ha estado mostrando incrementos importantes, situándose en torno a 5%. Comenta el señor Gerente que se hizo un catastro respecto a instituciones financieras en bancarota y para estos efectos exhibe una gráfica que da cuenta del número de instituciones en esa condición. Menciona que hubo una situación muy particular a fines de los 80, asociada a *Savings and Loans*, en que muchas de esas instituciones quebraron y por tal razón, en términos de números, se presenta muy marcada. Por su parte, en términos de capital también ese proceso fue importante, pero hoy día mucho más. Menciona que se trata de instituciones financieras que ya se han acogido al Capítulo XI, más aquellas que están siendo asistidas y que tienen también una calificación particular, es decir, que están en cierto grado en parte sujetas al control o la administración o al apoyo directo del sector público o del Gobierno de Estados Unidos de América. Indica el señor Gerente que esa cifra resulta bien impresionante, ya que se está hablando en porcentaje de activos que están cuestionando dicho porcentajes, aproximadamente el 12% de los activos del sistema bancario. Indica que esa cifra no incluye bancos de inversión, pues si se incluyeran, probablemente serían bastante más marcadas. Agrega el señor Gerente que se trata de pocas entidades pero que representan tamaños importantes.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que tiene la impresión, que lo que importa más en esta situación es el porcentaje del capital de los bancos en bancarota, respecto del total de bancos e indica que no sabe si ese dato se encuentra disponible. Agrega que si hay activos buenos, siempre se van a poder vender y que en ese caso será otro quien se haga cargo de ellos. Asimismo aclara que decir que esos bancos estén en bancarota significa que se quedaron sin capital, pero eso no significa que todos esos activos sean malos.

El Gerente señor Sergio Lehmann comenta que las instituciones que están definitivamente en bancarota y desaparecen representan aproximadamente el 2,7% de los activos.

El Consejero señor Enrique Marshall menciona que el cuadro que se exhibe, lo que pretende mostrar es que el problema que se presenta hoy es que durante 15 años no existió y que durante ese período los encargados de atender los bancos en bancarota perdían su tiempo y nada hicieron, sin embargo ahora están bastante ocupados. Señala que el porcentaje del capital que está comprometido tampoco se conoce con exactitud, porque por ejemplo todos los bancos chicos no están en la gráfica porque no han sido todavía objeto de ninguna asistencia, pero probablemente también tienen un porcentaje de activos malos. En consecuencia, considera el Consejero señor Enrique Marshall que no se pretende medir qué porcentaje de los activos son malos en todas esas carteras morosas, sino que más bien se busca mostrar que el problema bancario es un problema muy serio y que durante 15 años no estuvo presente como tema.



El Consejero señor Sebastián Claro plantea un aspecto complementario a lo señalado por el Consejero señor Manuel Marfán y que se refiere a que en esa discusión de nacionalización o no nacionalización se ha dicho que el problema de Estados Unidos de América, respecto a otros países que adoptaron una solución con nacionalización de la banca, es un problema a escala y que es muy difícil que la escala de Estados Unidos de América sea sustancialmente mayor que en otros países, lo que hace el problema mucho más complejo. Sin embargo, agrega el señor Sebastián Claro, que también es cierto que como porcentaje del capital que está en juego, a lo mejor no es mucho más grande al de otros países y por eso el punto para efectos de cuán relevante es el porcentaje del capital de los bancos, puede ser la pregunta clave comparándola con otros países que también tuvieron que salir a rescatar la banca en otra escala, pero también con porcentajes muy importantes.

El Gerente señor Sergio Lehmann continúa con su exposición indicando que la liquidez ha vuelto a deteriorarse. Al respecto destaca el *spread Libor OIS*, que muestra un aumento tanto a seis meses, a tres meses, como a un mes. Menciona que tal vez otro aspecto a destacar respecto a ese indicador es que a diferencia de lo que ocurrió al menos en gran parte de la historia, o en particular hasta antes de la crisis, es que esos tres *spreads* estaban muy cercanos, sin embargo, hoy día se ubican claramente distanciados unos de otros, dando cuenta justamente que a mayores plazos se están percibiendo mayores riesgos. Otro indicador que exhibe el señor Gerente es el de los *swaps spreads*. Comenta que históricamente el *swap spread* se mide como un indicador de preferencia por liquidez y ha estado en torno a 60 puntos base. Se trata de un premio según cuánto se está dispuesto a pagar para pasar de una tasa corta a un instrumento más largo. Agrega que esta situación es como decir que se trata de una *Libor* a un Bono del Tesoro. Comenta el Gerente señor Lehmann que probablemente ahí existe un efecto de que las *Libor* están con un premio asociado al riesgo interbancario que no tenían en el pasado, y eso produce que ese indicador, al menos hoy día, aparezca claramente desalineado con respecto a lo que fue su historia, pues la volatilidad también ha aumentado.

Menciona el Gerente señor Sergio Lehmann que continúan los recortes generalizados en la Tasa de Política Monetaria y se esperan nuevos ajustes. Por su parte, indica que las tasas largas no muestran en general cambios significativos, si bien se registra alguna utilidad, particularmente en la tasa del Reino Unido, el *Zero Interest Policy*. Comenta que de hecho en el día de ayer comenzó definitivamente la compra de instrumentos del Tesoro por parte del Banco de Inglaterra, lo que llevó a un aumento importante de los precios y a una caída en las tasas en libras esterlinas.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que comprar bonos del gobierno en el fondo es una manera de monetizar el déficit fiscal, que equivale a lo mismo que hizo Argentina en la década del 80.

Continúa el señor Sergio Lehmann señalando que la gráfica que exhibe destaca los movimientos de paridades y CDS. Menciona que éstos tienden a aumentar y hay una percepción más riesgosa, en general, respecto a las economías emergentes, en tanto las paridades han tendido a depreciarse el último mes respecto al dólar. Asimismo, menciona que continúa la salida de capitales desde economías emergentes y destaca, especialmente, la salida desde las economías de Europa emergente, que son justamente las que están mostrando hoy día mayor vulnerabilidad. Indica que un resumen de la evolución de expectativas, muestra las proyecciones de crecimiento de economías desarrolladas, Asia Emergente, América Latina y Europa Emergente. Señala que allí se observa que en el caso particular de las economías desarrolladas y Europa Emergente ya se encuentran en terreno negativo. Estima que algo parecido se pudiera esperar para América Latina en el corto plazo, debido a que ya hay percepciones y se mostró en las proyecciones para esta zona con caídas



en el producto. Agrega el Gerente mencionado, que respecto a las cifras relativas a los saldos de cuenta corriente, se observa que en relación a lo que se tenía el 2008, de alguna manera los desbalances globales han tendido a ajustarse, a reducirse, y se aprecia que la apertura es menor hoy día y las proyecciones de inflación tienden a caer.

Por otra parte, comenta el señor Gerente de Análisis Internacional que la evolución de las Tasas de Política Monetaria en las economías emergentes, se muestra básicamente con tasas en 0% y América Latina reduciéndolas, pero convergiendo a un nivel claramente mucho más alto que el resto de las economías.

En cuanto a *commodities*, menciona el señor Sergio Lehmann que en general se aprecian movimientos mixtos, es decir, algunas caídas importantes en granos y cereales. El caso del petróleo WTI responde fundamentalmente a una normalización del mercado y lo más decisorio respecto a lo que está pasando en ese mercado era el precio a tres meses, el que está bastante acotado, incluso, marginalmente hacia la baja. Agrega que algo parecido ha ocurrido con el petróleo *Brent* y por lo tanto el movimiento del petróleo WTI es puramente una normalización del mercado. De hecho, agrega el señor Gerente, que los inventarios de petróleo han continuado aumentando. En el caso de la gasolina, si bien los inventarios tienden a caer, el precio se mantiene relativamente estable en niveles bastante bajos.

El Consejero señor Manuel Marfán solicita retroceder en la presentación de las imágenes presentadas, hasta aquella que se refiere a la lámina en que se muestra la Tasa de Política Monetaria por secciones. Señala que nuevamente es posible que los promedios no digan mucho porque tiene la impresión que aquellos países que no tienen problema de balanza de pagos o de liquidez en moneda extranjera, pueden bajar sus tasas de interés sin temor a un problema cambiario severo. En cambio, los países que están con un problema de balanza de pagos o donde existe la sensación que lo tienen, no pueden bajar sus tasas de interés porque necesitan defender su balanza de pagos. En consecuencia señala que se tienen dos extremos, y para este propósito ejemplifica la situación, con la discusión que hay en México por ejemplo, de por qué no bajaron los 50 puntos base que todo el mundo esperaba.

El Presidente señor José De Gregorio indica que en ese caso México quiere evitar las depreciaciones; lo anterior está ligado a un problema de financiamiento y tienen pánico de seguir gastando reservas para atender el tipo de cambio, que constituye una variable que les ayudaría al equilibrio del escenario.

El Consejero señor Manuel Marfán precisa que por eso está diciendo que el tipo de cambio lo que hace es marcar la separación entre un tipo de economías y otro. O dicho de otra manera, si todos los países desarrollados están llegando a 0%, y otro país llega a 1,5%, está bien, pero si la percepción es que ese país es una economía muy riesgosa, no puede bajar de 1,5% y tiene que estar arriba, pues en caso contrario, tiene un problema de carácter cambiario.

En cuanto al cobre, indica el señor Sergio Lehmann que los inventarios han tendido a caer, lo que está asociado, fundamentalmente, a una lectura del mercado respecto de una mayor demanda de China. Menciona que de hecho, los inventarios de la Bolsa de Shanghai, que es donde compra el Gobierno chino, son los que se están reduciendo y por lo tanto, llevando a esa caída en el inventario y, no obstante, el precio se mantiene relativamente estable y aumenta ligeramente en el margen. Comenta el señor Gerente que en términos de otros productos éstos se han mantenido relativamente estables, con algunas caídas particularmente en el caso de la celulosa y en algún grado en algunos granos como el arroz.

L2



En términos de proyecciones, señala el señor Sergio Lehmann que se mantiene lo que ya se presentó hace un mes atrás para el caso del cobre, que ha tenido cierta volatilidad de todas maneras durante el último mes a propósito de las especulaciones respecto a la demanda china y los eventuales impactos que puede tener el paquete fiscal que las autoridades de esa economía han anunciado. En el caso del petróleo, la corrección es hacia la baja, a propósito justamente de lo que está pasando en los futuros y la percepción de una menor demanda durante el año, en coherencia con las revisiones hacia la baja en las proyecciones de crecimiento. Agrega que la gasolina también se corrige a la baja y en el resto de los commodities no hay cambios demasiado importantes.

El Consejero señor Sebastián Claro hace un comentario al revisar algunas láminas anteriores, respecto de la exposición del Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann. Dicho pensamiento dice relación con la deflación que aparece como el escenario más probable en las economías desarrolladas, lo que le parece bastante preocupante tal cual como está puesto en los cuadros respectivos. Señala que tiende a discrepar un poco de ese planteamiento, en el sentido más profundo, según él interpreta la palabra deflación. Menciona que piensa que más allá de que hayan datos puntuales de inflación negativa en el último tiempo, se ha ido revirtiendo un poco ese argumento y las compensaciones inflacionarias en Estados Unidos de América han subido bastante, desde cifras negativas de -1% a -1,5%, a cifras positivas, ya que ahora están al 1% a plazos un poco más largos. Por tanto, la pregunta que le surge es si ese escenario, cuando se refiere a deflación, es una cosa puntual de unas inflaciones anualizadas negativas, o si ese escenario de crecimiento mundial que planteaba el Gerente de Análisis Internacional, considera que efectivamente hay un movimiento hacia la baja en la inflación sostenida de tasas reales altas, y que por lo tanto se está entrando en una cuestión bastante más complicada que es que la inflación llegue en un par de meses a valores negativos. Cree, por lo menos en su lectura, que los datos del sistema financiero no necesariamente están mostrando expectativas de inflación negativas en el mediano plazo.

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann menciona que simplemente sugiere o muestra lo que se lee de *Consensus Forecasts* y de algunos bancos de inversión que plantean ese escenario como escenario base y agrega, que está de acuerdo en que en realidad es posible que los datos en el margen puedan estar dando cuenta de algo distinto. De hecho menciona que hoy día se conocieron los datos de inflación en algunos países de Europa y dan cuenta de cifras positivas. Menciona que esos datos no han mostrado caídas en el margen en la inflación mes a mes, pero que de todas maneras, en términos de escenario y en función de lo que uno percibe en materia de demanda interna y proyecciones de demanda interna, los bancos de inversión están planteando ese escenario como el más probable.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que tiene la impresión, que puede haber una salida cooperativa entre los distintos países, que sería el escenario más deseable, y esa cooperación donde tiene más probabilidades de que ocurra es en la reunión del G-20 a comienzos de abril. Percibe que la sensación que se tiene es cada vez más pesimista respecto a los resultados de esa reunión, y le parece que eso es una mala noticia. Agrega que si hay malas noticias de esa reunión, es muy probable que se tenga un escalón nuevo hacia abajo, porque tendrían que ser salidas nacionales, que en definitiva son siempre un poco más complicadas.

4



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 en cuanto a la actividad interna, el IMACEC del mes de enero cayó 1,4% anual. Agrega, que descontada la estacionalidad y la existencia de un día hábil menos, la actividad habría aumentado 0,2% mes a mes, luego de caídas en los últimos tres meses. Indica que aunque la variación anual del IMACEC es negativa y la información mensual es altamente volátil, no es evidente que la caída de la actividad haya continuado en el primer trimestre del año. Comenta que la incidencia de los sectores distintos de recursos naturales fue determinante en el resultado del IMACEC, destacando lo sucedido con la actividad industrial que, de acuerdo con la cifra del Instituto Nacional de Estadísticas, cayó 8,9% anual. Por su parte, las cifras parciales de consumo presentaron resultados disímiles. Señala que en el mes de enero, los indicadores de consumo habitual experimentaron una leve recuperación, mientras que las importaciones de consumo y las ventas de consumo durable continuaron cayendo. Agrega que con la información parcial, es posible estimar que el volumen de importaciones de bienes de capital del mes de febrero cayó 13% anual, magnitud similar a la del mes anterior. Señala también, que diversos antecedentes dan cuenta de la postergación y/o suspensión de proyectos en varios sectores. Las expectativas tanto de los empresarios, extraídas del IMCE, como las de los consumidores, medidas a través del IPEC, permanecen en la zona pesimista, aunque estas últimas muestran una leve mejoría.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto menciona que la información del mercado laboral da cuenta del efecto de las condiciones macroeconómicas en el empleo. Asimismo, la tasa de variación anual de la ocupación fue de 0,5% en el trimestre móvil noviembre-enero, de 2,6% en el trimestre móvil inmediatamente anterior, destacando que, en términos desestacionalizados, se aprecia una caída anualizada del empleo del orden de 6,5% entre trimestres móviles, -2,1% en el trimestre móvil finalizado en el mes de diciembre. Indica que por categoría ocupacional, el crecimiento anual del empleo asalariado disminuye a 1,9%, 3,8% en el trimestre móvil previo. El crecimiento anual de la fuerza de trabajo se redujo hasta 1,4%, 2,9% en el trimestre móvil inmediatamente anterior. De este modo, hace presente que la tasa de desempleo aumentó hasta 8% en el trimestre móvil finalizado en el mes de enero. Indica que descontada estacionalidad, la tasa se ubica en 8,7%, 8,2% en el trimestre móvil previo.

El señor Claudio Soto señala que durante el último mes las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile continuaron su tendencia a la baja, afectadas por las perspectivas para la actividad y la inflación, así como por percepciones de mercado de que la Tasa de Política Monetaria continuará reduciéndose. Indica que desde la última Reunión, estas tasas de interés se han reducido entre 20 y 150 puntos base, dependiendo del plazo, pero más marcadamente a plazos más cortos. Indica que como consecuencia de ello, luego de varias semanas, la curva de rendimiento ha vuelto a mostrar una pendiente positiva.

Continuando con su exposición, el Gerente de Análisis Macroeconómico destaca que las tasas que los bancos aplican a sus operaciones con el público han comenzado a dar cuenta del traspaso de la baja en la Tasa de Política Monetaria. Señala que entre los meses de enero y febrero, el promedio de las tasas de interés de los créditos de consumo a personas y comerciales disminuyeron en cerca de 200 puntos base. En cuanto al crecimiento anual del *stock* de colocaciones, éste sigue reduciéndose, en línea con diversos antecedentes que revelan una menor demanda por crédito y la mantención de elevadas exigencias para su otorgamiento. Los agregados monetarios han seguido desacelerándose: el M1 y M2 registraron tasas de variación anual menores a las de años recientes.

4



Comenta el señor Soto, que los datos del mes de febrero siguieron presentando un descenso generalizado en la variación anual de los distintos indicadores de inflación. Por otra parte, la variación mensual del IPC volvió a ser negativa, -0,4%, con una inflación anual que bajó hasta 5,5%. Indica que el IPCX e IPCX1 tuvieron variaciones mensuales algo mayores, del orden de -0,3 y 0,2%, respectivamente, con un incremento anual que en ambos casos llegó a 6,7%. Indica que otros indicadores, como el IPCX1 excluido alimentos y el IPC, excluido alimentos y energía, también muestran tasas de incremento en doce meses menores que las del último trimestre del año 2008. Asimismo, la velocidad de expansión de los indicadores de inflación cayó con fuerza en febrero.

Informa también el señor Claudio Soto que la variación mensual del IPC en el mes de febrero, nuevamente sorprendió al mercado, cuyas proyecciones fluctuaron entre -0,3 y 0,1% a lo largo del citado mes. Destaca que el resultado del mes de febrero estuvo influido de modo importante por la caída que mostró el costo de los servicios financieros incluidos en el Índice, asociado a la eliminación del impuesto de timbres y estampillas que se aprobó en el mes de enero. Manifiesta asimismo, que es importante notar que el gasto financiero tiene en la actual canasta una ponderación algo menor que la que contenía en la canasta previa: 1,60% vs. 1,92%, pero la composición de este gasto varió desde considerar el pago de intereses, comisiones y el impuesto, en la canasta previa, a considerar solo comisiones e impuestos.

En cuanto a los salarios nominales, comenta el Gerente señor Soto que la información del mes de enero dio cuenta de una ralentización en sus tasas de variación. Por su parte, el incremento mensual y anual se redujo respecto de los meses previos en las distintas medidas de salarios, mientras que la velocidad de expansión disminuyó en la gran mayoría de ellas. De este modo, señala que el crecimiento anual de los salarios volvió a situarse por debajo de 8%, luego de alcanzar valores entre 8,2 y 8,5% en el mes de diciembre recién pasado. En cuanto a los salarios reales, hace presente que por la menor inflación anual, éstos están mostrando un aumento, desde tasas del orden de -2,5% anual en el tercer trimestre del año 2008 a incrementos en torno a 1,5% en el mes de enero.

Por el lado de los costos importados, señala el Gerente de Análisis Macroeconómico que el tipo de cambio peso/dólar presentó vaivenes en el mes. La apreciación del dólar en los mercados internacionales coincidió con la depreciación del peso respecto del dólar durante gran parte del mes. En cambio, los anuncios de financiamiento del plan de estímulo fiscal coincidieron con una apreciación del peso. Con todo, indica el expositor que en los días previos al cierre de la Minuta preparada para esta Reunión, el dólar se cotizó en torno a \$610, valor similar al vigente para la Reunión de Política Monetaria del mes de febrero. Indica además que, considerando las medidas multilaterales, el peso se aprecia cerca de 2,5% comparando los cierres de la Reunión del mes de febrero y de esta presentación. Se estima que el nivel del tipo de cambio real volvió a reducirse en el mes de febrero, ubicándose en 98,6 en su medida 1986=100.

El señor Claudio Soto manifiesta que en el corto plazo, acorde con el escenario base del *IPoM* del mes de enero, la estacionalidad habitual y las expectativas de mercado, la inflación mensual del IPC debería mostrar un incremento mayor al de los meses previos, retornando a tasas positivas. En todo caso, le parece que la inflación anual del IPC debiera mantener, de acuerdo con estas expectativas de mercado, una senda de descenso en los meses siguientes. Señala que la información que se recoge de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) muestra que la mediana de las expectativas de inflación para el mes de marzo es 0,5%, con un primer décil que la ubica en 0,1% y un noveno décil que la sitúa en 0,6%. Comenta que a plazos mayores, parte de las medidas de expectativas de inflación muestran un descenso respecto de los datos vigentes al momento de la Reunión del mes de



febrero. Indica que la compensación inflacionaria —extraídas de las tasas *swaps*— 1 en 1 cae algo más de 40 puntos base, aquélla de 3 en 2 cae cerca de 10 puntos base, mientras que la de 5 en 5 sube algo menos de 20 puntos base. A un año plazo, la EEE del mes de marzo espera 2,9%, que se compara con el 3,0% de la del mes de febrero. De otro lado, a dos años plazo, se mantiene en 3% por cuarto mes consecutivo. Para diciembre de este año, la EEE prevé que la inflación anual se ubicará en 2,3%, 2,8% en el mes de febrero. En cuanto a las expectativas que se extraen de la encuesta IPEC, el porcentaje de personas que responde que la inflación en los próximos doce meses subirá "mucho" continúa retrocediendo, ubicándose en 42% de acuerdo a la información del mes de febrero, lo que se compara con 49% el mes previo y un promedio de 64% en el segundo semestre del año 2008. Las expectativas de inflación anual que se extraen del IMCE pasan de 4,5% en el mes de enero a 4,0% en el mes de febrero, 7,4% en promedio en el segundo semestre del 2008.

Agrega el Gerente señor Claudio Soto que las expectativas respecto de la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria se han seguido ajustando a la baja, ante perspectivas de mercado de presiones inflacionarias más reducidas. De todos modos, indica que cabe destacar la alta dispersión en las expectativas de mercado para la decisión de este mes, las que van desde un recorte de 75 entre 250 y 300 puntos base. Comenta que de acuerdo con la curva *forward*, el mercado anticipa una Tasa de Política Monetaria en torno a 2,00% dentro de tres meses, y las tasas *swap* tienen implícito que la Tasa de Política Monetaria estaría en torno a 2,00% por los próximos doce meses. Agrega que ambos valores son más de 200 puntos base inferiores a lo que el mercado esperaba hace un mes. Finalmente, menciona que el promedio de los consultados por la EEE, anticipa que la Tasa de Política Monetaria se recortará a 3,13%, entre 150 y 175 puntos base de reducción en esta Reunión, mientras que para diciembre de este año, prevén que se ubicará en 2%.

En relación a la información del IMACEC, el Consejero señor Manuel Marfán consulta, para efectos de precisar la información, si el crecimiento en doce meses desestacionalizado se refiere solo a los días trabajados. El Gerente señor Claudio Soto señala que efectivamente se refiere solamente a los días trabajados y resulta relevante en la composición de esos datos.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta cómo se explica esta información con lo que señala la Minuta de antecedentes para esta Reunión que indicaba que la actividad en el mes de enero habría crecido un 0,2% después de corregir por estacionalidad y excluyendo los días inhábiles. El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que esta información es mes a mes, respecto al mes de diciembre.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que esta serie de cifras del IMACEC está construida con la estimación para el mes de febrero y lo que ha mostrado el Gerente señor Soto no contiene el dato definitivo, y al no tenerla son distintas las cifras de las desestacionalizaciones, son distintas por la metodología que se emplea. El Gerente aludido señala que especialmente sucede porque el 0,2% que se publicó es coherente con el IMACEC publicado, pero no con aquél corregido de acuerdo a las nuevas cuentas nacionales. Señala que en el IMACEC coherente con las nuevas cuentas nacionales la velocidad es de 0,8% en el mes de enero.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan consulta cuánto de esta información corresponde al freno de la caída de los recursos naturales respecto a los sectores resto. El Gerente señor Soto señala que no cuenta con la información de la proyección de los sectores resto, ya que se proyectó el IMACEC total, pero la velocidad es positiva, de alrededor de 0,2 o 0,3%. El dato de enero está en los sectores resto, sobre todo en la parte de comercio.



El Consejero señor Manuel Marfán señala que a lo mejor no se tiene toda una serie como para hacer alguna afirmación sobre el particular. Sin embargo, indica que intuitivamente tiene la impresión que cuando los inventarios se están ajustando hacia abajo y después dejan de hacerlo, la tasa de crecimiento aumenta. Es decir, se produce una reaceleración, lo cual no significa, necesariamente, que constituya el inicio de un repunte.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux comenta dentro del mismo contexto que los datos revisados respecto de Estados Unidos de América relativos a las ventas minoristas han sido mejores de lo esperado y la conclusión que puede obtenerse de esa información es que dichas ventas, con descuentos, han sido muy exitosas y realmente se ha producido un mayor aumento de lo que la gente suponía y estima que esta situación podría ocurrir también en Chile. Al respecto, el Gerente señor Soto señala que parte de lo que se observa en el IMACEC en el sector comercio se encuentra asociado a las grandes tiendas, las que tuvieron un repunte en sus ventas y eso podría estar asociado a liquidaciones o a ofertas similares. Pero asimismo, señala que existen otras líneas relacionada con producción de muebles, o ventas de ellos en donde los precios no bajaron y aún así hubo un cierto repunte en sus cifras de ventas. Complementando los comentarios efectuados, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón consulta si en esas cifras optimistas se aprecia alguna incidencia del efecto del plan fiscal o si acaso dicha información recién se podrá observar después de conocerse las cifras del mes de marzo.

El Gerente señor Soto, respondiendo a lo anterior informa que se está trabajando en la cuantificación del plan fiscal aprobado por el Gobierno, y en esta oportunidad no se cuenta con cifras concretas, por ejemplo con cifras de la inversión pública como para poder medir cuánto es atribuible a la acción del plan fiscal y cuánto no lo es. Agrega que dicha información se analizará con ocasión de la elaboración del próximo Informe de Política Monetaria.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, respecto de las nuevas proyecciones que se consideran para los próximos semestres, señala que se debe ser muy cuidadoso, ya que dichas cifras consideran cambios en el juicio asociado a modificaciones en el entorno externo, a cifras de coyuntura, pero además a los ajustes de las cuentas nacionales que serán publicados la semana próxima.

El Presidente señor José De Gregorio consulta por qué existe tanta incertidumbre respecto de los factores de los meses pasados. El Gerente de División Estudios señor García señala que esta situación se refiere a la incorporación de la nueva información de las cuentas nacionales que va alterando la historia de los factores de efecto estacional. Por lo tanto, lo que se observa actualmente como velocidad, que se calcula con ciertos factores estacionales, puede cambiar la información que se conocía con anterioridad.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta, que los cambios en las cuentas nacionales reescribirán la historia. Que también a fines de los años 90 se produjo un fenómeno similar. Indica que las estimaciones de crecimiento potencial de aquel entonces eran mucho más altas que las que se hicieron con posterioridad. Al respecto, se pregunta si más adelante no se evaluará la actuación del Banco Central de Chile sobre la base de una información que aún se desconoce.

El Consejero señor Enrique Marshall menciona que el indicio de que no habrían nuevas profundizaciones, si bien era atractivo, no puede hacer olvidar que ya existe un ajuste de nivel tal, que ya ha producido grandes holguras. Agrega que la sola mantención de ese nivel por un tiempo, que podría ser leído como positivo, tiene implicancias o las tendrá para el desempleo y las holguras, y por lo tanto de todos modos se trata de una noticia trascendente.



Además agrega que tiene implicancias para la política monetaria, y para efectos de la inflación, y estima que debe hacerse una lectura correcta de niveles, de velocidades, y de tasa de variación, ya que de no ser así esta situación podría no ser interpretada correctamente.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux respecto a las proyecciones de inflación para fines de año, consulta al expositor cuál sería dicha situación a su término.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, haciendo un cálculo preliminar, estima que la inflación podría estar en 0,4% en octubre, básicamente explicada por dos puntos de inflación en agosto y septiembre y si se mantuvieran estas tasas de variación mensual de 0,4% se tendría 1,2 menos del 1,6. Sin embargo, noviembre y diciembre podría ser 1% hacia arriba en torno a 1,5% probablemente. De este modo, lo que se observaría son los componentes de la inflación hacia delante de acuerdo a la proyección del Banco Central, considerando fundamentalmente los combustibles aun contribuyendo negativamente en la variación interanual, básicamente por la disminución de nivel que ocurrió a comienzos de año y donde los alimentos cada vez tendrían una incidencia menor en la inflación anual.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que desea retomar un planteamiento mencionado por el Consejero señor Enrique Marshall que se refiere a la proyección del PIB y demanda. Agrega que como entiende este punto es que se está suponiendo o proyectando que el PIB bajó su nivel, pero después se mantiene y tiende a recuperarse. Sin embargo, agrega que lo fundamental es que no se continúa cayendo. Sobre el particular, consulta cuál es el fundamento de este supuesto, y si se trata de un típico patrón histórico en el que al final, de algún modo, el PIB debe volver a subir y estamos suponiendo que eso sucede ahora, o existe algo particular que de alguna manera apoye ese supuesto.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que en el corto plazo existen dos aspectos que fundamentan dicho supuesto. En primer lugar, que efectivamente la evolución del crecimiento trimestral desestacionalizado del PIB tiene estos componentes de "serrucho". Históricamente se observa que hay una autorregulación negativa. Agrega que esa es la explicación estadística, y que en algún momento debiera producirse un rebote. En segundo lugar, la explicación de carácter más económico se refiere a algo que ya fue mencionado en esta Reunión, que corresponde al ajuste de inventarios que se está apreciando, que es de una magnitud desmedida y que se debiera suponer que en el corto plazo parte de ese ajuste o se detiene o se revierte, sobre todo si se considera el impulso macroeconómico que debiera comenzar a producir efectos.

Menciona que este comentario corresponde simplemente a una visión de corto plazo, puesto que tal como ocurrió también a principios de esta década, existieron varios episodios que originaron cierta recuperación, empujados por inventarios bastante débiles. En su opinión, lo anterior tiene que ver con la forma cómo se evalúa la proyección para este año y para el próximo y en esa situación hay muchos elementos de juicio que deben ser considerados.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que en un contexto en el cual las exportaciones mundiales han estado cayendo más allá de lo previsto por muchos analistas, existe el riesgo que estimaciones de exportaciones hechas en base al PIB de los socios comerciales puedan subestimar la desaceleración real de éstas.



El Presidente señor José De Gregorio señala que se ha observado en el mundo entero cómo caen las exportaciones reales y el descenso que aquí se muestra es nominal. Al respecto, señala que hay algo que debería ajustarse, dada la depreciación del tipo de cambio donde también se es vulnerable en la parte comercio. De este modo, cree que hay que otorgarle mayor atención al comercio desde una perspectiva comparada.

El Gerente señor Claudio Soto señala que de acuerdo con la cifra entregada de las cuentas nacionales, el crecimiento interanual de las exportaciones fue de 3,4% en el cuarto trimestre, pero todavía positivo. Agrega que el Banco Central de Chile está proyectando una tasa de crecimiento negativa para el primero y el segundo trimestre interanuales. Menciona que las exportaciones, en el caso de Chile, se confunden con consideraciones bastante específicas y sectoriales, como es el caso de los salmones por ejemplo, que está incidiendo en forma importante en parte de las exportaciones probablemente más allá de lo que está sucediendo con el ciclo mundial.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García desea plantear otro aspecto que dice relación también con las exportaciones. Indica que como también se observó en otros episodios de esta década, cuando han existido desaceleraciones de la economía mundial, ello afecta a las exportaciones, pero que el efecto en volumen no es de primer orden.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra para otros comentarios.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Matías Bernier consulta con respecto al gráfico de la lámina 50 que ya se vio en reuniones de coyuntura, si se han hecho ejercicios de sensibilidad para evaluar la robustez de la conclusión, si es que el punto de partida fue el mes de enero y si la conclusión fue similar.

El Gerente de División Estudios comenta que para evitar el problema respecto del punto de partida, se eliminó dicho concepto, y se está partiendo de lo que la ecuación señala donde debería haber estado la tasa en ese momento, pero no donde efectivamente se ubicaba, ya que hay rezagos.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 136.

El Presidente señor José De Gregorio fija la Reunión de Política Monetaria del mes de septiembre de 2009, para el día 8 de dicho mes.

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, antes de exponer sobre las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión, quiere referirse al problema que se presenta con el gráfico de la curva *forward* que se publicará en el documento de presentación de los antecedentes el día viernes siguiente. El señor García, menciona que, por razones metodológicas, al construir este gráfico usualmente no se le imputaba ningún cambio a la Tasa de Política Monetaria. Ello, además, hace que las expectativas construidas para la Tasa de Política Monetaria muestren una caída muy brusca a partir del segundo mes, la que es anómala. Señala el señor García que este problema se amplifica y se vuelve relevante resolverlo. Por lo mismo, agrega el Gerente de División Estudios, lo que se quiere sugerir como



metodología de aquí en adelante es que para efectos de medir las expectativas de mercado se utilizará como punto de partida, es decir como magnitud del movimiento de la Tasa de Política Monetaria en el mes, lo que se obtiene de la Encuesta de Expectativas como decisión del mes.

El Presidente señor José De Gregorio señala que está de acuerdo con la proposición planteada por el Gerente de División Estudios, señor Pablo García y propone poner como nota explicativa en dicho gráfico el siguiente título "Simulado con movimiento de la Tasa de Política Monetaria que se desprende de la Encuesta de Expectativas de marzo". En relación al mismo tema, el señor Pablo García comenta que concuerda también con esa solución.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consulta a modo de información si en el día de ayer, por primera vez, se dieron a conocer públicamente los antecedentes correspondientes a la Reunión de Política Monetaria del día de hoy. El Presidente señor José De Gregorio le responde que ello es efectivo, ya que el Consejo del Banco Central de Chile, en su Sesión Ordinaria N° 1465, celebrada el 5 de marzo de 2009, acordó que el día hábil bancario previo a la sesión ordinaria de política monetaria, se pondrán a disposición del público los antecedentes ya divulgados, relativos a los desarrollos económicos y financieros recientes.

A continuación, 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 4,75% anual, señalando que esa decisión adelantaba la convergencia de la Tasa de Política Monetaria a un nivel coherente con el entorno macroeconómico actual y sus riesgos. Además, se indicó que, en el escenario más probable, la Tasa de Política Monetaria seguiría 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.

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

En el ámbito externo, luego de varios meses de gradual normalización, han tendido a resurgir tensiones en los mercados financieros internacionales y persiste la incertidumbre sobre la forma que tomará la resolución de los problemas bancarios en el mundo desarrollado.

Señala también, que las perspectivas de mercado para el crecimiento mundial de 2009 se siguen corrigiendo significativamente a la baja, esperándose ahora una caída a nivel mundial, lo que no se observaba desde el fin de la segunda guerra mundial. Los precios de los *commodities* siguen siendo muy inferiores a los de hace unos meses, pero destaca que el cobre y el petróleo han tendido a aumentar.

Menciona el señor Pablo García que localmente, los mercados monetarios han continuado funcionando bien, a pesar del fuerte deterioro de la confianza y de las perspectivas de crecimiento globales. Indica que no obstante el peor panorama externo, el peso se ha mantenido estable y el mercado bursátil local, al igual que otros emergentes, ha sufrido menos que en el mundo desarrollado.



Comenta también el señor Gerente de División Estudios, que se estima que la transmisión de la menor Tasa de Política Monetaria se está materializando en el costo del crédito para el sector privado de acuerdo con sus patrones normales. Asimismo, señala que las colocaciones muestran una desaceleración.

Señala el señor Gerente de División Estudios que el cierre para el 2008 de las cifras internas de actividad y demanda interna y los antecedentes más recientes, muestran un nivel de PIB un punto por debajo de proyecciones previas, lo que alcanza casi dos puntos en el caso de la demanda interna.

Indica el señor Pablo García que la inflación fue nuevamente negativa en febrero, reflejando la incidencia de la eliminación del impuesto de timbres y estampillas. Asimismo, agrega que aparte de ese fenómeno, la evolución de la inflación estuvo bastante dentro de lo previsto. Las medidas de expectativas de inflación han continuado cayendo, ubicándose incluso cerca de 2% para fines de este año. Menciona también, que las compensaciones a doce meses y la de 1-en-1 están incluso por debajo de 2%.

Señala que la reducción de la Tasa de Política Monetaria de 250 puntos base el mes pasado, junto con el mensaje del comunicado y las perspectivas de menores presiones inflacionarias, fue incorporada rápidamente en las expectativas del mercado. Los contratos *swap* hoy anticipan un nivel para la Tasa de Política Monetaria de 2% en el corto plazo, que se mantendría por varios meses, mientras la mediana de la encuesta mensual muestra una reducción de entre 150 y 175 puntos base en esta Reunión, seguida de una de 50 o 75 puntos base en abril. En torno a un tercio de las respuestas en la EEE anticipa una reducción en esta Reunión de entre 200 y 250 puntos base. La curva *forward* muestra disminuciones hasta un nivel de 2% en tres meses más y niveles bajo 2% en seis meses más.

Por otro lado, manifiesta que las consideraciones principales a tomar en cuenta en esta Reunión son: i) el mensaje de política monetaria implícito en el comunicado anterior, ii) la incorporación de los antecedentes coyunturales, iii) la reacción del mercado a la comunicación de la política monetaria y los nuevos antecedentes. Agrega, que estos aspectos llevan a considerar como las opciones más plausibles una reducción de 200 puntos base o una de 250 puntos base.

En primer lugar, hace presente que en la discusión de la Reunión de Política Monetaria anterior se señaló que, en el escenario más probable, la Tasa de Política Monetaria seguiría 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, lo que implicaba una Tasa de Política Monetaria objetivo para el corto plazo de 3%. Comenta, que incidentalmente, de acuerdo con el nuevo mecanismo de divulgación de antecedentes, esta cifra habría quedado transparentada al subir la presentación el día viernes 13 de febrero de 2009. Por tanto, mecánicamente se puede considerar para la Reunión actual una reducción de 175 puntos base, si las condiciones fueran idénticas a las previstas en la Reunión pasada.

Señala también, que esta situación motiva el segundo aspecto relevante para las opciones. En efecto, hace presente que la información del cierre de 2008 indica que el nivel de PIB se ubica ocho décimas por debajo de lo previsto con anterioridad, lo que afecta con elevada probabilidad la magnitud de la brecha estimada en la coyuntura. Agrega el señor Pablo García, que aunque a partir de la información disponible no es evidente que la actividad se haya continuado contrayendo este trimestre respecto de fines del año pasado, se seguirán observando cifras de crecimiento interanuales negativas. Además, menciona que el escenario



de consenso para el crecimiento global este año y el próximo se ha corregido fuertemente. Comenta también, que con relación a la inflación, más allá del origen específico de la sorpresa inflacionaria de febrero, las perspectivas para la inflación muestran cifras bastante reducidas, menores que las del mes pasado. Por otra parte, señala que aplicando mecánicamente la regla de política monetaria habitual, sin persistencia, esta mayor brecha de, por ejemplo, algo menos de un punto del PIB para todo el año, junto con la caída de la inflación esperada a un año plazo, de medio punto, sugiere una Tasa de Política Monetaria del orden de 75 puntos base menor. Asimismo, señala que tomando por tanto de forma mecánica las evaluaciones coyunturales, se puede inferir un nivel objetivo para la Tasa de Política Monetaria de 2-2,5%.

Agrega el señor Gerente de División Estudios señor Pablo García que estas cifras continúan siendo parecidas a las evaluadas en los escenarios de riesgo del *IPoM*, y coinciden de manera cercana con las expectativas de mercado. Indica también que dado lo anterior, se puede considerar una reducción de la Tasa de Política Monetaria del orden de 250 puntos base, similar a la decisión de la Reunión pasada.

Comenta que en tercer lugar, un movimiento de la magnitud antes señalada es coherente con el nivel de la Tasa de Política Monetaria implícito en la actualidad en los contratos *swap*. Lo anterior revela que, en lo grueso, las expectativas de mercado han reaccionado adecuadamente a la información coyuntural y también a los mensajes de política monetaria del Banco Central de Chile. Acorde con lo expuesto, menciona que de hecho, una reducción de 175 puntos base es coherente con la mediana de las expectativas de la Encuesta Mensual. Indica también, que el comportamiento global de los mercados financieros locales sugiere también con bastante fuerza, que la incorporación de los importantes ajustes en la Tasa de Política Monetaria a las expectativas de los agentes, no ha provocado confusión o controversia.

Indica el señor Pablo García, que como en otras ocasiones, en esta coyuntura existen aspectos comunicacionales o tácticos que es necesario considerar. El primero de ellos es el impacto que posiblemente tenga la decisión de hoy en la formación de expectativas privadas. Le parece que, por un lado, un movimiento que difiera de manera relevante de lo que esperan los mercados financieros puede ser disruptivo, si se interpreta que el Banco Central de Chile tiene información respecto de fragilidades o vulnerabilidades financieras que acotan su accionar de política monetaria. Por otro lado, movimientos agresivos de la Tasa de Política Monetaria pueden afectar la confianza si ellos se interpretan como una visión de debilidad macroeconómica peor que el consenso del mercado. Comenta el Gerente de División Estudios señor Pablo García que, en todo caso, ajustes agresivos permiten precaver la eventualidad de que se siga deteriorando el panorama en los próximos meses, lo que forzaría a ajustes aun drásticos en los meses venideros.

Hace presente que el segundo aspecto táctico se refiere a la incorporación de un sesgo en la comunicación de las decisiones de política monetaria. Agrega, que en lo más reciente, ello ha sido evidente, debido a que se ha implementado un ajuste brusco y rápido a las nuevas circunstancias. Sin embargo es, en principio, deseable retornar a movimientos de la Tasa de Política Monetaria de magnitud más acotada y con patrones de persistencia mayores para la política monetaria. Indica que esto sugiere la conveniencia en esta Reunión de hacer ajustes mayores, por sobre aquellos menores, de forma de poder mover el sesgo comunicacional a una instancia menos desbalanceada. Agrega, que tanto las expectativas privadas recogidas por la Encuesta como las implícitas en precios de activos, incorporan un quiebre en el corto plazo en la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria, a niveles más estables y de movimientos más acotados.



Plantea el señor Pablo García, que todos los aspectos anteriores sugieren considerar como las opciones más plausibles una reducción de 200 puntos base o una reducción de 250 puntos base. Manifiesta que en ambos casos, se considera importante informar un sesgo claramente más neutral que en Reuniones pasadas, de manera de indicar que ha concluido el período extraordinario de acomodo de la Política Monetaria, y que de aquí en adelante cabría esperar movimientos de magnitud similar a los patrones históricos.

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 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 y que todos ellos afectan las perspectivas de inflación futura.

Señala que el primero, se refiere a un panorama internacional que está aún más deteriorado en casi todas sus variables.

El segundo hecho que le parece relevante, se refiere a que la inflación de febrero, que por cuarto mes consecutivo fue negativa y, más importante aún, que los datos subyacentes y las velocidades de los distintos indicadores de inflación caen fuertemente.

Indica que el tercer hecho relevante que quiere mencionar es que las condiciones financieras siguen siendo estrechas, y esto a pesar que se ha observado un traspaso de los bancos al público.

Con respecto al primer punto, el señor Beltrán De Ramón señala que en el panorama internacional no se observa hasta ahora alguna reacción económica o importante acorde a los esfuerzos de las Autoridades por incentivar la demanda en sus países. Hace presente que, por el contrario, el deterioro de las expectativas, y su efecto en la toma de decisiones, es aún superior al que puedan tener sobre el consumo y la inversión las bajas de tasas y los planes fiscales implementados por Autoridades y Gobiernos. Comenta que incluso esto se ha discutido en otras Reuniones. Señala que el tibio aumento que han tenido los indicadores de fletes marítimos y algunos *commodities*, aún no son indicativos de que ya se tocó fondo. Menciona que en su opinión, la volatilidad imperante, bolsas que cambian de signo en un día dos o tres veces, sugieren que hay que ser muy cautelosos en llegar a la conclusión de que ya concluyó la crisis.

Por otro lado, el Gerente de División Operaciones Financieras se pregunta cómo afecta lo anterior a las perspectivas de inflación. Sobre este aspecto, comenta que naturalmente al ser Chile una economía tan abierta, es difícil pensar que ya no se recibirán más coletazos del deterioro internacional y, por tanto, ampliaciones de la brecha, adicionales a las que ya comentó el Gerente de División Estudios, no se pueden descartar.

Con respecto al segundo punto que planteara –último registro de inflación-, indica que cabe destacar, que si bien eliminando el efecto del impuesto de timbres y estampillas la inflación de febrero habría sido positiva, se observa, y eso cree que es bien indicativo, que la inflación subyacente ya está en 0,2% versus un promedio mensual de 0,5%, del segundo semestre del año pasado. Continúa con su comentario, señalando que, aplicando mecánicamente ese indicador, se obtiene una inflación subyacente anual de 2,4% versus 6,2% que se tendría como promedio del segundo semestre de 2008. Hace presente además, que las velocidades de los distintos indicadores de inflación caen fuertemente y las proyecciones de la

4



Gerencia de División Estudios muestran que la inflación desciende rápidamente hasta niveles que son más bajos que la meta de 3%.

Puntualiza también, que el indicador de inflación subyacente y las proyecciones de esta misma variable para los meses venideros, confirman la caída en la demanda que está enfrentando la economía chilena y que se observa también en otros indicadores, como el desempleo y la producción que han caído. Agrega que ello ampliará la brecha del producto y pondrá presión al cumplimiento de la meta del 3%.

Indica asimismo, que con respecto al último tema destacado sobre las condiciones crediticias, si bien las tasas de interés de colocaciones han bajado, se mantienen en el mismo nivel o incluso más altas que el que tenían el primer semestre del año pasado. Le parece que si bien esto es reflejo de que los bancos han incorporado una prima por riesgo, lo que *per sé* es correcto, ello indica también que este proceso de relajamiento monetario tiene que ser necesariamente aún más intenso y transitorio, para reencausar la inflación a la meta, de lo que se haría en una situación de normalidad.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón hace presente, que con los antecedentes disponibles y las sombrías perspectivas futuras, su recomendación al Consejo es bajar la Tasa de Política Monetaria en 250 puntos base, manteniendo el sesgo bajista. En otras palabras, estima adecuado dejar la Tasa de Política Monetaria en 2,25% y contemplar potenciales reducciones adicionales de 25 o 50 puntos base en las Reuniones de Política Monetaria venideras.

El señor Beltrán De Ramón manifiesta que no obstante lo anterior, y dada la magnitud de la crisis que se está enfrentando, que se refleja en que el mundo se va a contraer por primera vez desde el año 1946, el piso de la Tasa de Política Monetaria no tiene que ser el mínimo que ha tenido desde que está operando este esquema: 1,75% en el año 2004. Finalmente, señala que hoy es más probable que si hay un deterioro adicional, éste va a llevar la Tasa de Política Monetaria a una cifra del orden del 1%, y agrega que hoy día es mucho más probable que esta situación se deteriore más.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al señor Gerente de División Operaciones Financieras sus comentarios, y a continuación ofrece la palabra al Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco comenta que obviamente la situación en el mundo y en Chile es extraordinariamente compleja, y por eso las decisiones que ha debido enfrentar el Consejo del Banco Central de Chile durante este mes y el pasado mes de febrero han sido muy difíciles. Señala el señor Ministro de Hacienda que no asistió a la Reunión anterior y que por lo tanto, quiere partir felicitando al Consejo del Banco por la adopción de esa delicada, pero acertada decisión. Agrega que, no resulta fácil adoptar cambios de esa magnitud, pero a veces es necesario y oportuno y, así se hizo. Al respecto, señala que la opción que se adoptó en la Reunión de Política Monetaria anterior, la cual comparte profundamente, es orientarse rápidamente a una tasa de interés coherente con la inflación meta en el largo plazo. Agrega que no hay razones para dilatar la transición. Al contrario, estima que los riesgos de dilatar dicha transición son hoy por hoy mucho mayores que los riesgos de hacer una transición excesivamente rápida. Comenta el señor Ministro de Hacienda que no ha pasado nada nuevo durante este mes. En primer lugar, se refiere en forma resumida a lo que se ha mencionado anteriormente, en cuanto a que el entorno internacional sigue a la baja fuertemente. En segundo lugar, indica que el cierre del PIB en Chile fue mucho peor de lo esperado. En tercer lugar y en parte como resultado de lo anterior, las proyecciones que hoy tiene el Banco Central de Chile no solamente para el primer trimestre de este año sino que



también para el segundo trimestre, son notablemente más negativas. Agrega que esto último, dicho sea de paso, no está internalizado en el área pública. En cuarto lugar, menciona que desde la última Reunión de Política Monetaria, la inflación registrada y la inflación esperada han caído en Chile. Finalmente y en quinto lugar, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco destaca que con una tasa nominal dada y una baja en la inflación esperada, esto implica una tasa real más alta, lo que obviamente no es congruente con lo que se busca en este momento.

En virtud de lo anterior, en su opinión surgen dos preguntas para formular en esta Reunión. La primera debe proyectarse hacia una tasa meta, es decir, a una tasa en la cual este proceso sea más bajo de la que se estimaba prudente hace un mes atrás. Comenta con respecto de ese punto, que su respuesta es afirmativa. Por todo lo anterior, cree que la tasa en la cual este proceso debe culminar es menor a la que parecía adecuada hace un mes. La segunda pregunta que quiere formular se refiere a que sea cual sea esa meta, se debe ir más rápido o más lento. Comenta que a su parecer, todo indica que había consenso respecto a la necesidad y rapidez para lograr dicha meta, y le parece que actualmente esa urgencia es aún mayor.

Finalmente, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco concluye que por todo lo expuesto, y las opciones que propone la Gerencia de División Estudios, las cuales también comparte, le parece que lo más adecuado, por una parte, es el recorte mayor dado el balance de riesgos y atendido los cambios en los antecedentes que ha tenido desde el mes pasado hasta ahora. Por lo tanto, estima que una señal hacia delante que deje abierta la posibilidad de cambios importantes en la Tasa de Política Monetaria a futuro, indudablemente no tan grandes como los del mes pasado y este mes, pero que dado el grado de incertidumbre y el grado de velocidad del deterioro de la economía internacional y nacional, estima que no sería adecuado cerrar opciones que puedan ser necesarias en el corto plazo.

El Presidente ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que las noticias internas están en línea con la tendencia destacada y discutida en la última Reunión de Política Monetaria. Indica que la actividad continúa baja sin mayores signos de recuperación, aunque existen ciertos indicios que la desaceleración no se habría profundizado, y que la inflación se mantiene en una senda de disminución rápida hacia niveles cercanos al 3%. Por su parte, hace presente que el mercado laboral comienza a dar signos de la menor demanda por bienes finales, por lo que ya se observa un incremento en el desempleo.

Señala el Consejero señor Sebastián Claro que, probablemente, en el ámbito externo es donde la realidad continúa con mayor fuerza sorprendiendo a la baja, especialmente por la generalizada paralización de la actividad industrial y de los flujos de comercio internacional, así como de la demora por parte de los países desarrollados de proveer un marco de solución a los problemas del sistema financiero. Indica que lo anterior ha contribuido a un decaimiento de las expectativas que amenaza con enquistarse, siendo éste probablemente el mayor riesgo que se corre.

Manifiesta el Consejero señor Claro que la necesidad de continuar con el ajuste en la Tasa de Política Monetaria es, por lo tanto, evidente. Señala que al igual que en la Reunión anterior, destaca la evolución de las tasas de interés largas, la estabilidad del tipo de cambio, y la consolidación de menores expectativas de inflación a todos los plazos como un signo claro de que existe un amplio espacio para continuar con el relajamiento monetario.

h



Hace presente el Consejero señor Sebastián Claro que el crédito se ha desacelerado, ya sea medido con las colocaciones de la banca o en base a agregados monetarios y agrega que evitar un ajuste excesivo en la oferta de crédito es crucial, y una menor tasa de interés debe contribuir a aquello. Comenta que una baja en la Tasa de Política Monetaria también debiera permitir menores tasas de colocación a plazos cortos, pero no se debe perder de vista que la capacidad de mantener tasas largas a niveles acotados, condición fundamental para la recuperación, estará relacionado con la capacidad del Banco Central de Chile de sostener una Tasa de Política estable a un nivel bajo por un tiempo prolongado. Señala que su juicio, éste debe ser un criterio central a la hora de determinar el nivel al cual debiera converger la Tasa de Política Monetaria. Por ahora, piensa que hay una distancia importante entre la tasa actual y una estimación razonable de su nivel de convergencia. Sin embargo, señala que las tasas largas ya se encuentran en niveles históricamente bajos, por lo que los movimientos futuros deben evitar subir en exceso la estructura de tasas.

Manifiesta el Consejero señor Claro que al igual que en la Reunión anterior, se está tomando una decisión sobre la velocidad del ajuste y sobre el mensaje que se quiere entregar al mercado, estando ambos elementos fuertemente ligados. Señala que el comunicado es hoy más importante que la decisión misma. Agrega el señor Consejero, que desde el *IPoM* de enero, el cambio en las condiciones externas e internas ha sido sustancial, y que las acciones y comunicaciones del Banco Central de Chile también lo han sido, siendo clave ponerle cota a la amplitud de percepciones en los agentes del mercado respecto de la situación actual, lo que se logrará, estableciendo con mayor claridad la posición del Banco Central respecto de la trayectoria futura de la política monetaria y por lo tanto, de manera implícita, entregando una luz de cuál escenario de actividad e inflación se vislumbra como el más probable. Manifiesta que la comunicación del Banco Central de Chile debiera ser explícita en mencionar que con la decisión, cualquiera que ésta sea, concluye un proceso de ajuste discreto de la Tasa de Política Monetaria a niveles coherentes con la coyuntura macro y que no se pueden descartar ajustes en el futuro, y es probable que sean requeridos, pero éstos deben ser de menor magnitud y bastante más acotados que los realizados en las últimas reuniones, y dependerán de las noticias que se acumulen. En otras palabras, señala el Consejero señor Claro que con esta decisión se ha llegado a una Tasa de Política Monetaria fuertemente expansiva, la cual es coherente con la situación macro actual.

En relación a la decisión de hoy, indica el Consejero señor Claro que ambas opciones tienen pros y contras. Por un lado, bajar la Tasa de Política Monetaria en 200 puntos base es más favorable, en el sentido que un movimiento igual al de la Reunión anterior podría alimentar la percepción de que la situación económica y las perspectivas para la inflación a mediano plazo siguen cambiando abruptamente. En este sentido, una baja de 200 puntos base enfatiza de mejor manera el mensaje que las últimas decisiones sobre la Tasa de Política Monetaria han estado principalmente determinadas por una estrategia fijada ex-ante y no tanto por una sobre-reacción a noticias coyunturales. Por otra parte, le parece que bajar en 250 puntos base enfatiza más claramente el fin del proceso de cambios abruptos en la Tasa de Política Monetaria, aunque esta decisión requiere mayor esfuerzo comunicacional.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Claro indica que privilegia una rebaja de 200 puntos base, porque los riesgos de una mala interpretación son superiores a las ganancias potenciales. Aún así, señala que vota por una rebaja de 250 puntos base, ya que intuye que esta opción concitará unanimidad, lo cual facilitaría la interpretación del mercado de esta decisión.

124



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

Señala que desde la última Reunión de Política Monetaria el panorama externo ha experimentado un nuevo deterioro. Indica que las perspectivas apuntan a una crisis más profunda y prolongada que lo previsto con anterioridad. Menciona que las proyecciones de crecimiento se han corregido nuevamente a la baja para todas las regiones del mundo. Los mercados financieros se han vuelto a tensionar debido a las noticias de actividad y a la debilidad exhibida por las instituciones financieras, y la preocupación por estas últimas se ha intensificado y continúa existiendo mucha incertidumbre sobre cómo saldrán adelante, lo que parece en todo caso una condición necesaria para la recuperación de la economía global. Los precios de las materias primas siguen afectados por este cuadro recesivo. Finalmente, indica el Consejero señor Marshall que lo más preocupante respecto del escenario global son los altos riesgos y el balance claramente adverso que se desprende de ellos.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall, que en el frente interno las noticias apuntan también en una dirección negativa, reafirmando el deterioro de la demanda que alcanza especial intensidad en sus componentes más sensibles al ciclo. Por otro lado, señala que la incertidumbre y el pesimismo que embargan a empresas y consumidores aparecen como los principales factores detrás de ello. Comenta que la actividad real también se muestra afectada e indica que la noticia más importante es que el cuarto trimestre del 2008 cerró finalmente con cifras peores que las anticipadas. Señala que a ello se agrega que el último IMACEC no resultó auspicioso y puso en evidencia el débil desempeño de los sectores vinculados a la demanda interna, por lo que las perspectivas de crecimiento para este año se han ajustado a la baja. Agrega también, que el empleo ha perdido con bastante rapidez todo dinamismo, y la tasa de desempleo ha comenzado a subir. Las condiciones crediticias permanecen en general estrechas lo que unido a una contracción de la demanda por crédito, ha conducido a una fuerte disminución del dinamismo de los volúmenes de crédito. Con todo, las tasas de interés han disminuido en lo más reciente y las rebajas en la Tasa de Política Monetaria parecen estar traspasándose a los clientes.

Señala el Consejero señor Enrique Marshall que el nivel del tipo de cambio no es significativamente distinto al de la última Reunión, no obstante la sorpresiva decisión de política monetaria del mes de febrero. La inflación anual ha vuelto a descender en forma significativa como resultado de un nuevo registro negativo de la inflación en los próximos meses y las distintas medidas de expectativas dan cuenta de esta tendencia. Asimismo, señala que las expectativas para la Tasa de Política Monetaria se han vuelto a corregir a la baja y, con particular intensidad, en lo más reciente, como resultado de las acciones de política monetaria y de las noticias de actividad e inflación del último mes. En este cuadro, indica que lo que procede es introducir un nuevo ajuste significativo en la tasa de interés, que permita avanzar con rapidez hacia una posición más neutral, a partir de la cual los próximos movimientos sean graduales y queden supeditados a la información que se acumule. En esa perspectiva, el Consejero señor Marshall menciona que las dos opciones sometidas a la consideración del Consejo le parecen razonables.

Agrega el Consejero señor Enrique Marshall que los argumentos para una decisión de este tipo son contundentes: la Tasa de Política Monetaria sigue en un nivel alto, habida consideración de las expectativas de inflación, el deterioro de la confianza y el consiguiente desplome de la demanda; enseguida, el balance de riesgos está claramente inclinado en un sentido negativo; y finalmente, a diferencia de lo que ocurre en economías con fundamentos más débiles, no se advierten restricciones macroeconómicas relevantes que limiten el accionar de la política monetaria. Sin embargo, le parece importante que la decisión

h



que se adopte en esta oportunidad no diste de aquello que espera el mercado. De otra parte, indica que las expectativas no imponen ninguna restricción absoluta a los movimientos de la Tasa de Política Monetaria, pero deben ser debidamente consideradas. Menciona que las sorpresas conllevan riesgos y costos que deben ser sopesados y la decisión adoptada en la última reunión, si bien sorprendió al mercado, fue bien entendida y absorbida por el mercado, pero una nueva sorpresa podría no estar exenta de costos, especialmente por sus efectos sobre la confianza.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que para esta Reunión, las expectativas muestran una amplia dispersión. Señala que si bien la opción de bajar la Tasa de Política Monetaria en 200 puntos base aparece más ajustada a los valores centrales de la distribución de expectativas, la opción de bajarla en 250 puntos base no parece distante de lo que espera el mercado, teniendo en cuenta que algunos analistas han llegado a recomendar recortes incluso mayores. Por lo tanto, estima el señor Consejero que ambas opciones serían absorbidas por el mercado sin sobresaltos. En cambio, una rebaja superior a los 250 puntos base, sin duda, sorprendería y tendría los inconvenientes comentados, razón por la cual le parece adecuado que haya sido descartada.

Asimismo, reconoce el Consejero señor Marshall que las diferencias entre ambas opciones son más bien pequeñas, pero se inclina finalmente por una rebaja de 250 puntos base, porque permite cerrar con mayor claridad el período de ajustes pronunciados, iniciado en enero de este año y cubre de mejor forma los riesgos que se enfrentan.

En todo caso, comenta que le parece importante señalar que si bien la política monetaria entraría en una nueva fase, no se pueden descartar nuevos ajustes hacia abajo que lleven la tasa de política hasta un nivel por debajo del esperado o anticipado en estos momentos, o incluso hasta un nivel inferior al que se alcanzó en el anterior ciclo de ajuste.

En virtud de lo señalado, el Consejero señor Enrique Marshall vota por bajar la Tasa de Política Monetaria en 250 puntos base, hasta 2,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del staff. Menciona también que hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la anterior Reunión de Política Monetaria, que está contenido en el párrafo dos de la Minuta de Opciones, el cual se tiene por expresamente reproducido, y al que añade el hecho que los salarios han mostrado una trayectoria por debajo de lo que cabría esperar por la simple operación de la indización salarial; que las cifras de ocupación nacional parecen registrar una velocidad negativa a partir de la última observación; y, que los inventarios registraron una fuerte corrección a la baja a fines del año 2008.

El Consejero señor Manuel Marfán hace presente que comparte también el análisis que se hace en el resto de la Minuta de Opciones y junto con ello reitera su visión que, como lo ha señalado en oportunidades anteriores, el principal mecanismo de transmisión desde la crisis externa a la economía chilena en el corto plazo es el que opera a través de la cuenta corriente y del cambio de expectativas. Indica, que las sucesivas correcciones hacia abajo del crecimiento mundial muestran una mayor intensidad de los efectos de la crisis sobre la economía chilena y adicionalmente, las cifras sugieren que el crecimiento de la demanda interna estará por debajo del de la actividad en el corto plazo.

Señala el Consejero señor Marfán que todo lo anterior refuerza la convicción de un brusco cambio en el escenario del *IPoM*, aún mayor que el que se percibía en la Reunión de Política Monetaria pasada, tal como señala la Minuta de Opciones. Agrega que en este momento no hay presiones de demanda ni de oferta sobre la inflación.



En ese contexto, comenta que el Banco Central de Chile debe señalar más claramente este nuevo escenario en su decisión y comunicado de hoy. Por ello, cree que es más conveniente una reducción de 250 que una de 200 puntos base, ya que acerca más a una Tasa de Política Monetaria cuyos cambios futuros, de haberlos, estén en el orden de los 25 y, excepcionalmente, 50 puntos base.

Por otra parte, comenta que de poder expresar adecuadamente en el comunicado la intención de retornar a cambios de magnitud más normal en la Tasa de Política Monetaria en el futuro cercano, cree también conveniente, en ese contexto, mantener el sesgo a la baja, pues cree que es más probable un nuevo movimiento en esa dirección en el horizonte corto.

Por consiguiente, señala el Consejero señor Manuel Marfán que su voto es por reducir la Tasa de Política Monetaria en 250 puntos base.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que en la Reunión de Política Monetaria del mes de febrero, el Consejo redujo la Tasa de Política Monetaria en 250 puntos base, en respuesta a un severo deterioro del entorno macroeconómico interno y externo. Asimismo, el Consejo informó que, en el corto plazo, la Tasa de Política Monetaria experimentaría un ajuste adicional hasta alcanzar niveles en torno al 3%. Indica el Vicepresidente señor Desormeaux que en los últimos 30 días se han producido nuevos desarrollos que obligan a reevaluar este diagnóstico.

Por una parte, en el plano internacional, señala que las perspectivas de crecimiento han vuelto a experimentar una revisión a la baja, y ya se plantea que en el año 2009 la economía mundial observará un retroceso a nivel global. Agrega el señor Vicepresidente, que también resulta inquietante el resurgimiento de tensiones en los mercados financieros y la inexplicable demora en la implementación de los programas de asistencia financiera del gobierno de Estados Unidos de América. Menciona que surge una nota más optimista de la evolución reciente de las cifras de ventas minoristas en Estados Unidos de América, y de la evolución de la demanda interna en China, que habría experimentado un importante aumento en el primer trimestre, lo que explica, al menos en parte, el aumento que han experimentado recientemente los precios del cobre y el petróleo.

Comenta que en el plano interno, este deterioro adicional del entorno externo no ha tenido repercusiones significativas sobre los mercados financieros, y tanto el tipo de cambio como los mercados monetario y de crédito han mostrado estabilidad. Por otra parte, agrega que comienza a acumularse evidencia del traspaso de las rebajas de la Tasa de Política Monetaria al costo del crédito del sistema bancario. Sin embargo, señala que no puede descartarse que este deterioro adicional del entorno externo se vea reflejado en las perspectivas de crecimiento futuro de la economía chilena, el que será, sin duda, un tema central del Informe de Política Monetaria de mayo próximo. En todo caso, el deterioro del entorno externo se ha visto reflejado en las cifras de actividad y demanda interna del cuarto trimestre del año 2008, las que se publicarán durante la semana entrante. Indica que estas cifras indican que el nivel del PIB a fines del año 2008 se encuentra 0,8% por debajo de los niveles previstos con la información disponible al mes de febrero. Agrega a este antecedente, el hecho que la inflación esperada a un año plazo se ha reducido en alrededor de medio punto porcentual, en relación a lo previsto un mes atrás.

H



Menciona el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux que estos nuevos antecedentes sugieren que la trayectoria ideal de la Tasa de Política Monetaria que permite asegurar la convergencia de la inflación al 3% en 24 meses, ha debido experimentar un cambio en relación a lo previsto en febrero pasado. Recuerda que en aquella ocasión, los ejercicios realizados por la Gerencia de División Estudios a partir de una regla de política habitual desprovista de persistencia, apuntaban a un nivel objetivo de la Tasa de Política Monetaria en torno a 3% para el segundo trimestre del año 2009. Señala que esta información fue entregada al público a través del comunicado que acompañó a la decisión del mes de febrero, y más claramente en la presentación de antecedentes que se entregó con posterioridad. Agrega el señor Vicepresidente que los nuevos antecedentes que surgen del cierre de Cuentas Nacionales del año 2008 y de la caída en la inflación esperada sugieren, de acuerdo a la Gerencia de División Estudios, que dicho nivel objetivo debe reducirse a niveles entre 2% y 2,5%.

Indica el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux que en base a estos antecedentes, la Gerencia de División Estudios recomienda evaluar dos opciones de política para la reunión de hoy: una rebaja de 200 puntos base y otra de 250 puntos base. La primera opción postergaría una parte del ajuste, 25 a 50 puntos base, para futuras reuniones. La segunda, virtualmente cerraría de inmediato la brecha entre la Tasa de Política Monetaria actual y el nivel ideal de 2 a 2,5% que surge de dicho análisis. Menciona que como en la Reunión pasada, en la decisión de hoy corresponde tomar una determinación respecto de la velocidad a la cual hay que aproximarse a este nuevo nivel objetivo de la Tasa de Política Monetaria.

Señala que la opción de rebajar 200 puntos base tiene la ventaja de que no difiere mayormente de lo comunicado al mercado en la Reunión del mes de febrero y coincide con la mediana de las expectativas del mercado para esta Reunión. Le parece que esta opción tiene entonces la ventaja que no sorprendería al mercado ni crearía inquietudes acerca de qué información pudiera avalar un recorte superior al previsto treinta días atrás. Agrega que sin embargo, esta opción deja pendiente una parte del ajuste, y ello tiene el inconveniente de que la economía chilena sigue enfrentando un sesgo a la baja en materia de actividad e inflación, de modo que la nueva información que se acumule puede requerir con una alta probabilidad de ajustes ulteriores en la Tasa de Política Monetaria. Desde esta perspectiva, estima que la opción de un ajuste de 250 puntos base tiene una ventaja importante, porque deja al Banco Central de Chile y al mercado mejor preparados para hacer frente a escenarios alternativos.

Agrega el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux que, por otra parte, si bien la mayoría de los analistas se inclina por recomendar una rebaja de 175 puntos base, un grupo significativo recomienda recortes mayores, incluyendo uno de 250 puntos base. A ello se agrega el hecho que el mercado absorbió bien el significativo recorte de tasas del mes de febrero, que sin duda fue más sorpresivo de lo que sería una decisión equivalente en esta Reunión.

Por las razones expuestas, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux vota en consecuencia por la opción de un recorte de 250 puntos base en la reunión de hoy. Sin embargo, para limitar el impacto que este recorte pudiera tener sobre las expectativas, considera necesario acompañar esta decisión de un comunicado que indique que, con la información disponible, el Consejo estima que con esta decisión ha concluido el proceso extraordinario de relajamiento monetario que se inició en el mes de enero de 2009, y que en adelante cabría esperar movimientos de magnitud similar a los patrones históricos.

E-H



El Presidente señor José De Gregorio comenta que desde el mes de enero del año 2009, el Banco Central de Chile ha bajado agresivamente la Tasa de Política Monetaria de manera de alinearla con el nuevo escenario macroeconómico de una débil actividad y de una sustancial caída de la inflación.

Señala el señor Presidente que el panorama macroeconómico ha cambiado drásticamente en los últimos meses, lo que ha sido acompañado por un cambio coherente con ello de la Política Monetaria. Indica que tal como se ha argumentado en reuniones anteriores, esta reducción de la tasa ha respondido al deterioro del escenario central del último *IPoM*, lo que se comenzó a observar con fuerza con los datos de actividad e inflación en febrero, pero también como una forma de proteger a la economía ante los riesgos de un deterioro aún mayor de la situación internacional, algo que se ha estado dando durante este primer trimestre. Cree que dados los riesgos y los severos cambios en las proyecciones, resulta importante anticipar o hacer *frontloading*, de la política monetaria.

Manifiesta que los datos más recientes confirman un panorama de mayor debilidad y menor inflación para los siguientes trimestres, lo que sugiere que la instancia de política monetaria debiera ser más expansiva que la actual y que la transmisión de ésta está ocurriendo de manera adecuada. Por otra parte, señala que las tasas de captaciones y colocaciones se han estado ajustando y que las tasas de los mercados financieros también han caído. No obstante, comenta el Presidente señor De Gregorio que las noticias más recientes indican que la tasa debería estar algo por debajo de lo que se esperaba el mes pasado, en particular por la revisión de las cifras del año 2008, que son algo peores de lo esperado y las expectativas de inflación que han caído. Menciona que en general, la situación es de debilidad, pero no mayor que la esperada en la última Reunión de Política Monetaria.

Comenta el Presidente señor José De Gregorio que la discusión de hoy debería ser en qué magnitud se debería bajar la Tasa de Política Monetaria. A su juicio, éste debiera ser el último movimiento agresivo de manera de dejar la tasa en un nivel donde los futuros movimientos sean más graduales. Sin embargo, menciona que no se puede descartar que las tasas sigan reduciéndose en el futuro, algo que es altamente probable, pero esto debiera ser en magnitudes menores, lo que sugiere un cambio significativo como el del mes pasado. No obstante, no le parece razonable que hoy se haga un cambio mayor de 250 puntos base. Señala que esa le parece una dosis adecuada, además que permite ubicarse en una tasa suficientemente expansiva, y dentro de los rangos esperados por el mercado, lo que debiera permitir que la transmisión de la política monetaria siga operando normalmente. Agrega que un cambio mayor podría dar una señal inesperada y, tal como señala la Gerencia de División Estudios, interpretarse como que el Banco Central de Chile cuenta con información más negativa que la que ya tiene internalizada el mercado.

Asimismo, señala el Presidente señor José De Gregorio que el grado de expansividad que tendrá la política monetaria debiera finalizar el agresivo proceso de *frontloading*, lo que la sitúa en un nivel donde se cubren riesgos de un deterioro adicional de la economía mundial y sus repercusiones sobre la actividad interna. En lo más probable, habrá nuevas rebajas de tasas, pero éstas debieran ser de magnitudes menores. A su parecer, las condiciones actuales justifican concluir este proceso en la menor Tasa de Política Monetaria desde que se nominalizó, pero se puede avanzar con gradualidad. Agrega que en su opinión, no existen razones ni datos para no bajarla en los próximos meses por debajo de 1,75%, a no ser que se considere que la decisión en ese entonces no fue la adecuada.



Menciona el Presidente señor José De Gregorio que se ha generado un espacio suficiente para estar, como se dice en la jerga de política monetaria, "adelante de la curva". Señala que obviamente estas estrategias tienen el riesgo de que de mejorar el panorama, haya que revertir el curso de la política monetaria, lo que no lo percibe como un problema, primero porque es muy improbable y segundo, porque las decisiones del último año demuestran que se tiene la flexibilidad, y la economía las fortalezas, para digerir cambios importantes en el curso de la política monetaria.

Por las razones expuestas, el Presidente señor José De Gregorio señala que su voto es por una rebaja de 250 puntos base y considera además, que es importante comunicar que no vendrán cambios futuros agresivos, por cuanto la tasa ya se ha ubicado en un nivel suficientemente bajo y consistente con el contexto macroeconómico, aunque señala que sí se debiera destacar que lo más probable es que las tasas se sigan reduciendo. Finalmente, indica que, en su opinión, se debe analizar cómo se comunicará a qué tasa se convergerá y como han cambiado las perspectivas de crecimiento e inflación para este año.

#### 136-01-090312 – 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 2,25% 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 2,25% anual.

Esta decisión se fundamenta en la perspectiva de un rápido descenso de la inflación y aproxima la tasa de política a un nivel coherente con el entorno macroeconómico actual y sus riesgos.

En el ámbito externo, los datos más recientes indican que las perspectivas de crecimiento global para este año se han continuado deteriorando, mientras que persiste la incertidumbre respecto del plazo en que se resolverán los problemas financieros globales. Aunque el precio del cobre ha aumentado, los precios de los productos básicos se mantienen en niveles bajos.

En el plano interno, la información disponible para la actividad del primer trimestre de este año muestra tasas de variación interanual negativas, fundamentalmente por la fuerte desaceleración observada a fines del año 2008. El desempleo ha aumentado. Las condiciones crediticias se mantienen estrechas, pero comienzan a reflejar el impacto del mayor estímulo monetario.

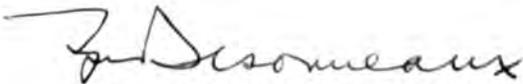
En febrero, el conjunto de indicadores de inflación mostró reducidas presiones inflacionarias. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos. Las expectativas de inflación han descendido y se prevé una rápida disminución hacia la meta.

El Consejo estima que podrían ser necesarias reducciones adicionales de la TPM, aunque de magnitud y frecuencia comparables a patrones históricos. 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."

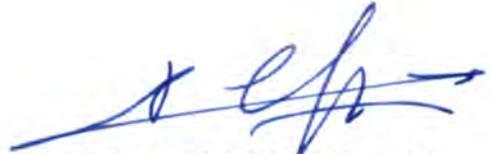
4



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



JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Vicepresidente



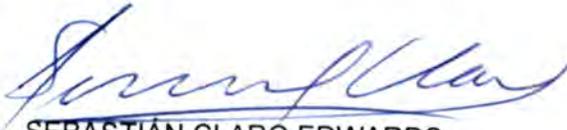
JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Presidente



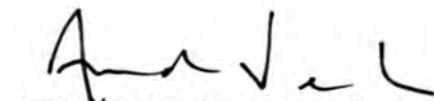
ENRIQUE MARSHALL RIVERA  
Consejero



MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero



SEBASTIÁN CLARO EDWARDS  
Consejero



ANDRÉS VELASCO BRAÑES  
Ministro de Hacienda



JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe (S)

4