BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 137
celebrada el 9 de abril de 2009

En Santiago de Chile, a 9 de abril de 2009, siendo las 11:40 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 de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente de Investigación Económica, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministerio de Hacienda, don Igal Magendzo Weinberger;
Economista Senior, doña Erika Arraño González;
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesora de la Presidencia, doña Mariana García Schmidt; y
Secretario General Interino, don Juan Pablo Araya Marco.

El Presidente señor José De Gregorio da comienzo a la Reunión de Política Monetaria Nº 137 y ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann Beresi para que efectúe la exposición sobre el escenario internacional.

El señor Lehmann inicia su presentación destacando, en primer lugar, que la actividad industrial continúa cayendo, en algunos casos significativamente, como en el caso de Japón, no obstante lo cual, se observa algún freno en las economías emergentes, particularmente en el caso de la República de Corea del Sur donde las caídas en doce meses son algo menos negativas, y Brasil.

El señor Presidente consulta sobre la velocidad de las variaciones. Al respecto, el señor Lehmann indica que las velocidades desestacionalizadas son positivas en Corea, Brasil y también para el caso de Chile con la medición de cuentas nacionales, mes contra mes, precisando que en el caso de Brasil, son dos meses ya de subida. El señor Presidente señala que en el caso de Brasil y Corea, se atrevería a decir que fueron bajas de dos dígitos hace un par de meses.

En relación con el sector externo, el señor Lehmann comenta que las exportaciones reales presentan también algún grado de estabilización en las economías emergentes, en línea tal vez con la producción industrial. Al respecto, menciona que la República de Corea también muestra variaciones en doce meses menos negativas que lo

registrado en meses anteriores, algo parecido a lo que sucede en México. Agrega que en el caso de Brasil, aun cuando falta el último dato, también se ha detenido la caída. Por otra parte, en el caso de economías desarrolladas, particularmente aquellas exportadoras de bienes de alta tecnología, también es posible observar una detención, particularmente en Japón, aunque en los casos de Canadá y Estados Unidos de América continúa cayendo.

En relación con los indicadores de confianza, el señor Gerente de Análisis Internacional señala que, en general, en todas las economías los PMI han tenido un ligero rebote hacia el final, observándose una percepción algo menos negativa, aunque destaca que siguen en niveles particularmente malos, ya que en todos los casos están bajo el pivote 50. Por otra parte, respecto de la confianza de consumidores, el señor Lehmann indica que por el momento no se aprecia una recuperación de la misma magnitud que en el caso del PMI. Destaca que todavía se observan situaciones bastante negativas y caídas adicionales en algunas economías.

Respecto de las condiciones crediticias en los Estados Unidos de América, el señor Lehmann expone que las tasas de los créditos no han mostrado caídas significativas, ubicándose en niveles más o menos similares a los de inicios de 2008, por lo que si se observa la evolución de la tasa, ésta ha continuado aumentando, lo que también se observa en las tasas a consumidores. Hace presente, sin embargo, que la única que muestra una caída realmente significativa es la de los MBS, lo que está asociado fundamentalmente a las políticas adoptadas por la FED. Asimismo, indica que las colocaciones han continuado cayendo, correspondiendo la información que se presenta a variaciones mensuales trimestre móvil, particularmente los créditos asociados a consumidores.

Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio indica que si las cifras presentadas corresponden a variaciones mensuales, quiere decir que las variaciones mensuales se ubican entre más 1% y menos 1%, sin anualizar, lo que lleva a concluir que ahora están cayendo al 6%.

En cuanto a la evolución de las tasas de los créditos hipotecarios, el Consejero señor Sebastián Claro señala que pensaría que se trata más de un efecto composición, donde se acota un segmento del mercado hipotecario al segmento más *subprime* que era el presentaba tasa más alta, pero que la compra de *Mortgage Backed Securities* va a afectar su precio. Sobre el mismo punto, el Presidente señor José De Gregorio indica que, en el fondo, la pregunta del Consejero señor Claro es si la tasa es una tasa promedio vigente hoy o es la tasa marginal a la que están prestando. Al respecto, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que entiende que se trata de la tasa marginal, pero que chequeará esa información.

Continuando con la discusión, el Presidente señor José De Gregorio comenta que cuando a uno le preguntan la diferencia entre Chile y Estados Unidos, en un acto de audacia, uno dice que en Estados Unidos hay que reiniciar el crédito, lo que daría a entender que se tendría la noción que el crédito colapsó y que no se presta. En el caso de Chile, por otra parte, hay que abaratar el crédito y que continúe funcionando el mecanismo monetario. Al respecto, el señor Presidente consulta si existen datos para efectuar una comparación. Consulta también cómo sería posible precisar si efectivamente Estados Unidos o los países con mayor crisis, como Inglaterra, presentan un problema sobre el que se pueda señalar que Chile estaría igual, con las colocaciones que caen un poco, pero que se explica porque existe mayor demanda que oferta, y los bancos siguen prestando.

Respecto del mismo tema, el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan consulta si el dato que se presenta es bancario o si corresponde al *stock* total del otorgamiento de créditos al sector privado. En su opinión, ello constituiría el componente clave, ya que al final es posible observar que los préstamos bancarios en sí se desaceleraron menos, pero que en la parte no bancaria hay una contracción más fuerte.

Por su parte, el Gerente de División Estudios señor Pablo García indica que es posible utilizar las encuestas de condiciones para ver en qué medida son condiciones de oferta o demanda. A este respecto, el Presidente señor José De Gregorio precisa que son muy parecidas para Chile y Estados Unidos.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que efectivamente podemos ser parecidos, pero lo que sucede es que el peso relativo de la banca en Chile, como intermediario financiero, es muchísimo mayor que en Estados Unidos. En dicho país, agrega el señor Consejero, siempre es el mercado de capitales el que lleva el peso y por ello no basta con capitalizar a los bancos, ya que nunca van a poder reemplazar al mercado de capitales, como mercado secundario. En su opinión, lo señalado muestra que los bancos pueden estar reiniciando el crédito, pero no necesariamente que existe una reactivación de la intermediación financiera en la parte que es más necesaria.

Continuando con su exposición, el señor Gerente de Análisis Internacional hace presente que continuaría el ajuste en el precio de las viviendas. Respecto a proyecciones de crecimiento, indica que han continuado los ajustes hacia la baja, contándose con información desagregada de economías desarrolladas, América Latina, Asia y Europa del Este. Ante una consulta del señor Ministro, el señor Lehmann precisa que la fuente de la información que se presenta es *Consensus*, y agrega que las cifras son ligeramente distintas a nuestras proyecciones.

El señor Lehmann hace presente también que hacia 2010, si bien existe un ajuste a la baja, éste es bastante más moderado, destacando particularmente el ajuste que se está produciendo en las proyecciones de Europa, Europa del Este, zonas en recesión. Indica, además, que el panorama negro en crecimiento presenta un ajuste hacia la baja en las proyecciones para el año 2009 y marginalmente hacia el año 2010, considerando básicamente los datos de bancos de inversión, donde puede observarse que desde hace un mes hasta hoy día, el crecimiento del mundo con paridad de poder adquisitivo o PPP (por su sigla en inglés) se ha ajustado en medio punto, lo que responde fundamentalmente a ajustes relativamente importantes, donde se observa una caída en torno al 3%, y también particularmente importante en el caso de Japón y la Zona Euro. Por otra parte, en el caso de América Latina, el señor Lehmann señala que se observa un ajuste importante de un punto menos de crecimiento, respecto de lo que se preveía hace un mes atrás. Añade que, tal como se indicara anteriormente, hacia el año 2010, el ajuste es bastante menor, pero destaca particularmente que en el caso de las economías desarrolladas, es posible observar básicamente un crecimiento bastante plano, citando los casos de Japón y Estados Unidos de América, caso este último en que es de medio punto. Finalmente, en materia de crecimiento, el señor Lehmann destaca el caso de las economías emergentes, en las que se observa una discrepancia en términos del tema asociado a la recuperación, ya que en su caso, sería más pronunciada.

El Presidente señor José De Gregorio consulta cómo se comparan dichas cifras con los últimos datos del FMI. Al respecto, el señor Gerente de Análisis Internacional señala que las cifras presentadas en esta Reunión son algo más negativas que lo que está proyectando el Fondo, el cual para el año 2009, está proyectando un crecimiento entre -0,5% y -1%, cifras que están básicamente en el borde más bien negativo del rango antes mencionado.

Indica también que en el caso de las economías desarrolladas, el Fondo está dando cuenta de que existe una contracción algo más importante. Por otra parte, hacia el año 2010, agrega, la proyección del Fondo es ligeramente más optimista para el crecimiento global, pero para las economías desarrolladas está básicamente en línea con un crecimiento en torno o cercano a cero.

Respecto a la misma materia, el señor Presidente señala que le llama la atención que en el cuadro que se presenta, *Consensus* todavía presenta signo positivo para América Latina. Por su parte, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consulta cómo pondera *Consensus* al interior de América Latina. Al respecto, el señor Presidente indica que *Consensus* considera precio de mercado y el señor Lehmann complementa que en la gráfica que se presenta en esta Reunión es a PPP.

Aún considerando la explicación anterior, el Presidente señor José De Gregorio señala que si Brasil cae algo menos que el promedio, es decir, cae menos que 1,8%, y resulta que si tenemos -0,7% desde marzo, le llama la atención que *Consensus*, cuyo último número es de marzo, exhiba todavía cero para América Latina en dicho mes. Reitera que le llama la atención que el cuadro aparezca con Chile en cero, cuando es uno de los países que más crece. Al respecto, el señor Ministro comenta que podría algo tener que ver con los ponderadores, pero duda que lo expliquen todo, ya que la variación al interior de América Latina, sea a PPP o no PPP, no es tan grande. No es el rango China-Suiza.

El señor Lehmann indica que enviará al Consejo el desglose de lo que está proyectando *Consensus* para cada una de las economías, y las cifras de los bancos de inversión.

El Presidente señor José De Gregorio señala que, tanto para el *IPoM* como para posteriores discusiones, sería útil considerar lo que hace el Fondo, consistente en el cambio de proyección entre un período y otro. Agrega que es difícil procesar todas estas cifras, pero sería útil que se contara con una columna que reflejara los cambios de la proyección respecto de septiembre, para así poder apreciar cómo se ha ido evolucionando.

Por su parte, el señor Ministro de Hacienda señala que el dato más aterrador del cuadro que se comenta consiste en que desde enero a abril de este año, se haya producido una caída de 2,5 puntos en el crecimiento estimado de los socios comerciales. En su opinión, lo expuesto representa un cambio absolutamente brutal y constituye un dato que derecha y directamente es relevante para nuestro país. Indica que no recuerda una caída tan grande en un intervalo tan corto de tiempo.

Continuando con su exposición, el señor Gerente de Análisis Internacional señala que, en materia de inflación las expectativas también se han ajustado a la baja. En tal sentido, en las economías desarrolladas se ha afirmado la perspectiva de un escenario deflacionario, sin perjuicio que, en algún momento, tal vez hubo algunas dudas ante inflaciones que resultaron ser positivas en varias economías. Indica que este escenario deflacionario se ha reafirmado con ajustes a la baja en la inflación en América Latina, siendo también muy fuerte en Asia, mientras que bastante más moderada y relativamente estable en el caso de Europa del Este.

Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio también expresa sus dudas. Señala que el grueso de los países está con metas en torno a 4,5%, salvo Chile que ha caído fuerte. Hace presente que le llama la atención la tan poca variabilidad que ha habido en América Latina.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consulta si las cifras que se acaban de analizar en materia de inflación corresponden al promedio de las variaciones anuales o al promedio de las variaciones promedio. Al respecto, el señor Lehmann precisa que en el caso de todas las regiones, es el promedio del año. Agrega que en el caso de América Latina, es el promedio de las inflaciones a diciembre, punta a punta, resaltando que tal vez el comentario del señor Presidente tiene mayor relevancia porque tal vez se esperaría un ajuste algo mayor.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que de las cifras se podría desprender que la inflación en el mundo emergente, por lo menos, aparece convergiendo a niveles normales o a las metas. Al respecto, el señor Ministro de Hacienda señala que si las cifras que se presentan corresponden al promedio anual para Asia o para Europa del Este, viniendo de inflaciones del 10% como estaba ocurriendo en muchos países, no es sorprendente que el promedio sea 4%, pero para que ése sea el promedio, viniendo de 10%, estaríamos terminando el año en torno a 2%.

Por su parte, el Consejero señor Sebastián Claro señala que, respecto de Estados Unidos, las compensaciones estacionarias han tendido a aumentar, es decir, hubo un rebote en el último par de meses, tratándose de expectativas de inflación a mediano plazo. En tal sentido, comenta no saber si los datos en que está pensando están más cercanos al 2010 y, por lo tanto no se recogen en el dato de 2009. Agrega que por la lectura que uno hace de los datos, tiene la impresión que la discusión de deflación por lo menos en Estados Unidos, ha aminorado en parte.

Al respecto, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann hace presente que la referida discusión sigue muy latente y que, en general, los bancos de inversión y los analistas están previendo un escenario deflacionario durante todo el año. Agrega que las compensaciones inflacionarias, si bien han tendido a subir efectivamente en el margen, la verdad es que más bien se está pensando hacia delante y probablemente asociado con el racionamiento cuantitativo, que en el efecto que puedan tener sobre inflación hacia más adelante, sin embargo, en lo que se refiere a este año, indica que hay relativo consenso en cuanto a escenarios deflacionarios.

Respecto de los CDS, el señor Lehmann indica que las percepciones de alto riesgo de los sistemas bancarios no han cedido, y si bien en algún momento hubo alguna sensación algo más positiva cuando se previó resultados positivos para el primer trimestre de los bancos, tal vez esto podría haber cambiado hoy día a propósito de las cifras que mostraron resultados positivos el primer trimestre. Indica que a lo mejor ello pudiese reflejarse en otras percepciones, respecto de la banca americana, pero que en realidad el CDS se ha mantenido bastante elevado.

El Presidente señor José De Gregorio informa que una noticia de hoy -que se ha conocido extraoficialmente, o que a lo mejor es una información ya oficial-, es que los *stress tests* a los diecinueve bancos más importantes en Estados Unidos han dado resultados mejores que los que se esperaban.

El señor Lehmann señala que la información comentada por el señor Presidente es correcta y, agrega que otro antecedente del día de hoy es el dato de balanza comercial para Estados Unidos, que mostró un ligero aumento en las exportaciones mes a mes desestacionalizadas. Agrega que si bien las exportaciones siguen cayendo de manera abrupta, el dato anterior indica que el desequilibrio se redujo de manera mucho más allá de lo anticipado.

En cuanto a la tasa de interés de largo plazo, el señor Gerente de Análisis Internacional comenta la evolución de las tasas a 10 años, respecto de Estados Unidos, Zona Euro y Reino Unido, destacando también los eventos más importantes. Así, en el caso de la FED, señala que cuando se anunció la compra de activos, se observa una caída importante en las tasas de interés, pero luego una cierta recuperación donde podría estar influenciando un rebalance de los portafolios de los agentes. Agrega que se observan bolsas subiendo de manera importante, lo que estaría asociado a una percepción algo más positiva. Hace presente que la tasa se ha mantenido relativamente estable en el caso de la Zona Euro y que tratándose del *Bank of England*, al anunciarse el racionamiento cuantitativo, se observó una caída importante de las tasas.

Al respecto, el Consejero señor Sebastián Claro comenta que el dato antes mencionado es interesante, ya que en definitiva, lo que resulta crucial es saber cuán efectiva ha sido la política *Quantitative Easing* en Estados Unidos y en Inglaterra, entendiendo como su objetivo, bajar las tasas largas sin un *test* muy sofisticado. En su opinión, el gráfico que se presenta sugiere que el éxito es más bien parcial.

Por su parte, el Gerente de División Estudios señor Pablo García indica que quizás su objetivo no es bajar las tasas largas, sino que financiar al Fisco.

Respecto del mismo tema, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala que dado ello, uno debería preguntarse por qué subieron las tasas cuando deberían haber quedado planas. Agrega que si una cosa compensa la otra, entonces ello está en línea con lo que está pasando en las bolsas también, las que están subiendo sistemáticamente.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que, en el fondo, lo expuesto coincide con un cambio en la aversión al riesgo. En su opinión, ha caído la aversión al riesgo.

Por su parte, el Presidente señor José De Gregorio comenta que lo presentado no es reflejo de la efectividad del *Quantitative Easing*. Indica que hay menor aversión al riesgo, pero si las bolsas están subiendo, si hay una política fiscal ultra expansiva, el contra factual entonces es la tasa mucho más alta.

Continuando con su exposición, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann se refiere a la evolución de las tasas de política monetaria en diferentes países, pudiendo observarse, claramente, que los recortes han continuado. Al respecto, comenta especialmente el caso de Chile, donde se está esperando una tasa del 1% de aquí a fin de año.

En relación con la información proporcionada por el señor Lehmann, el Consejero señor Manuel Marfán comenta que quizás con ella se puede responder la pregunta del señor Presidente sobre cuál es la tasa más baja a la que se puede llegar. En opinión, del Consejero señor Marfán, ello tendría mucho que ver con el riesgo país, ya que si a uno se le pasa la mano y baja de más, uno de los problemas que puede tener es de carácter cambiario. Por ello, agrega, uno puede comprarse todo el problema cambiario que pueda, pero no ir más allá de ello. En tal sentido, indica que no le extraña que Chile aparezca bajo, los países de Europa Oriental más alto, y Turquía récord.

Por su parte, el Presidente señor José De Gregorio señala que el temor es bajar mucho y que ello desate una corrida contra la moneda de uno. Eso es lo que impide, en países como México, que baje su tasa.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan comenta que ello también es un tema de descalces cambiarios, destacando el caso peruano que domésticamente sigue dolarizado, y de Europa del Este donde los préstamos transfronterizos son en monedas duras. Por ello, en su opinión, más allá de la evolución de la moneda hay un efecto hoja de balance.

Respecto del tipo de cambio, el señor Lehmann indica que cabe efectuar una comparación de tipo de cambio real y de tipo de cambio nominal entre Chile, Australia, Nueva Zelanda, Brasil y México. Menciona que en la información que se presenta, es posible observar que el patrón tanto para el tipo de cambio real como para el tipo de cambio nominal es relativamente parecido, sin perjuicio que en el caso de Brasil la apreciación fue mucho más violenta, habiendo sido bastante tenue durante gran parte de los 2000. Agrega también que en los casos de Australia y Nueva Zelanda la apreciación fue importante. Señala asimismo que en el último período, no es posible afirmar que el principal determinante del tipo de cambio sean las oscilaciones de tasa, ya que hay algo moviendo los tipos de cambio en una dirección u otra.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que tiene la impresión de que, como parte sustancial de la crisis que está ocurriendo en Estados Unidos, es complicado usar a dicho país como *benchmark*. Indica que si se mira el riesgo país, y si éste es la diferencia respecto a Estados Unidos, y dicho país es hoy una economía de bastante más riesgo de lo que era hace algún tiempo atrás, se pregunta qué es lo que está significando ese *benchmark*. Agrega que lo mismo cabe señalar sobre los tipos de cambio, ya que qué pasa si el dólar está fuertemente desalineado, como cree que es el caso. En su opinión, el dólar debiera depreciarse muy fuertemente en algún momento. Indica que con una crisis financiera de este tipo, con déficit en cuenta corriente, parte importante va a tener que ser *spending machines* para la salida, y que todo indica que tiene que depreciarse, y la deflación normalmente es signo en ese tipo de economías, es la alternativa a una depreciación de la moneda, y que es por eso que genera efectos parecidos a una hoja de balance, etc. Señala no saber cómo buscar un *benchmark* que permita tener una mejor apreciación de los precios relativos. En su opinión, cualquier canasta de monedas que tenga el dólar con mucho peso tendría también el mismo efecto, es decir, no hay un componente que nos permita anclar las paridades reales cuando la economía ancla es la que está evidenciando las distorsiones. Recalca que está planteando un problema y que no sabe la solución.

Respecto a paridades, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann señala que, tomando un amplio conjunto de países y variaciones del CDS spread, se puede observar que desde la última RPM, las monedas han tendido a apreciarse de manera generalizada, no obstante que, respecto a septiembre del 2008 predominan por lejos los movimientos depreciativos. Agrega que en cuanto a los CDS, también hubo buenas noticias durante el último mes, donde los CDS tendieron a caer tal vez de manera más importante en algunos países de Asia, Rusia, República de Corea, sin perjuicio que comparado con septiembre de 2009, predominan todavía los aumentos en las percepciones de riesgo.

En cuanto a movimientos de capitales, el señor Lehmann indica que es posible observar una atenuación en su salida desde Asia y América Latina, a diferencia de Europa Emergente que presenta una mantención en las salidas de capitales.

En materia de *commodities*, el señor Lehmann señala que durante el último mes, predominan claramente las alzas lideradas por cobre y petróleo, cuyos precios aumentan en torno a 20% durante el último mes, y que hoy presentaban un incremento en torno a 5% adicional. En el caso del cobre también se observa un aumento de 20% y hoy día también se produjo un incremento de aproximadamente 5% adicional. Indica que detrás del repunte del precio del cobre predominan más bien noticias por el lado de la demanda. Al respecto, el señor

Lehmann presenta un ejercicio que muestra, primero, como el precio del cobre se relaciona con el PMI, y aclara que se trata de un PMI donde el ponderador de los países que constituyen ese PMI acumulado, representan la demanda de cobre, ya que se trata de reflejar cómo se pueden percibir cambios en la demanda. En tal sentido, indica que es posible observar una correlación bastante elevada y que en las últimas semanas se ve un alza del precio del cobre que está asociada también a una percepción tal vez algo más positiva por el sector industrial. En el caso particular de la demanda de China, precisa que lo que se ha visto el último mes es una reducción importante de los inventarios en Shangai, lo que da cuenta de que la demanda china, al menos durante el último mes, ha sido relativamente dinámica. Agrega que en la presentación puede observarse también el PMI ponderado por consumidores de cobre, el que de alguna manera, pudiese anticipar que la producción industrial puede mostrar hacia delante algún signo positivo.

El Ministro señor Andrés Velasco pregunta cómo se compatibiliza la afirmación de que las proyecciones de PIB en todas partes, incluyendo China, van derecho al sótano, con el hecho que los chinos habrían comprado cobre, produciendo una variación en los *stocks*, subiendo al menos transitoriamente los precios. Advierte que hay algo que no parece cerrar, pero que no sabe lo suficiente acerca del micro mercado de cobre como para entender esa situación.

El Presidente señor José De Gregorio señala que esto se extiende a casi todos los *commodities*, ya que sus precios están rebotando, y ello sería uno de los indicadores de percepción que el mundo estaría más cerca de un piso, por lo menos desde el punto de los analistas de mercado.

El señor Ministro de Hacienda comenta que en el caso internacional, más allá de la competencia de los analistas, por ser o no ser fatalistas, si uno lee a gente muy sensata como *Oliver J. Blanchard*, es posible encontrar revisiones a la baja. Agrega que dado que al fin de cuentas los precios de los *commodities*, si uno los analiza como un activo, deberían ser algún promedio ponderado de los valores futuros y ello tiene algo que ver con la demanda, ahí hay algo que no cierra, lo que podría deberse a que esto sea exclusivamente un movimiento especulativo u otra cosa que se revierta en un mes más.

El Consejero señor Manuel Marfán señala no tener las respuestas, pero la intuición es que aparentemente hubo una caída de inventarios muy fuerte en todo tipo de cosas que se pueden inventariar durante el primer trimestre. Por ello, indica que no le extrañaría que, en el caso de los *commodities*, exista un rebote. Hace presente también que tiene la impresión que el precio del oro está mostrando efectos de ser también una moneda refugio, y que tiene un comportamiento que es disímil al de otros *commodities*. Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán solicita al señor Gerente de Análisis Internacional que entregue información sobre el precio del oro.

El Gerente de Mercados Nacionales señor Matías Bernier menciona que dentro de los antecedentes que se proporcionan al Consejo en el análisis de la coyuntura semanal, se incluye información sobre el particular. Comenta que en la información al día de hoy se muestran las variaciones en el precio del oro entre RPMs: -6,7% en el mes, entre la RPM de febrero y ahora, y -4,9% entre la de marzo y ahora. Sin perjuicio de lo anterior, el señor Bernier señala que se pueden hacer series más largas, por ejemplo, como lo solicita el Consejero señor Marfán, desde la quiebra de *Lehmann Brothers*.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que en el *Financial Times* de hoy, y desde ayer en Internet, hay una nota del *Daily News* que trata el tema del oro, que muestra como últimamente su precio ha caído, reflejando también esta aparente percepción de mayor apetito por riesgo que habría en el mundo.

Por otra parte, en relación a lo que estaría ocurriendo en China, el señor García estima que hay bastantes antecedentes concretos que muestran que, efectivamente, la actividad está, no se sabe si desacelerándose o lo que sí, que está en un buen pie. Al respecto, menciona que el crédito en China está creciendo a tasa de dos dígitos en torno al 20%; la inversión en infraestructura también está creciendo en torno al 20% a 30%; y, el consumo eléctrico, después de caer muy fuertemente respecto al trimestre anterior, está repuntando, lo que también daría luces acerca de la producción industrial. Además, el señor García precisa que la información anterior corresponde a variaciones en doce meses, pero señala que el crédito venía muy plano producto de los esfuerzos que había hecho la autoridad para controlar el *boom*. Por lo tanto, en su opinión, el dato del precio del cobre refleja factores concretos de la economía china, si es que se puede designar así, y no es solamente especulación respecto a lo que pueda pasar más adelante.

El señor Ministro de Hacienda consulta si se dispone de información sobre los *stocks* de cobre. Al respecto, el señor Gerente de División Estudios señala que los *stocks* de cobre subieron muy fuertemente después de la crisis y que ahora han tendido más bien a caer, aunque están todavía en niveles importantes. Precisa que en el último mes, o desde hace un par de meses, los *stocks* están cayendo, lo que coincide con el momento en que el precio del cobre empezó a subir.

Respecto de la misma materia, el Consejero señor Sebastián Claro comenta que hay evidencia de que en China se está aumentando de manera importante la demanda por cobre. Indica que el aumento en el consumo está vinculado tanto a las áreas que mencionó el señor García y también a estructuras. Destaca también que China representa aproximadamente el 40% del cobre mundial. Agrega que tratándose de otros *commodities*, si bien probablemente estas cifras no son de esa magnitud, de todas maneras es importante. Por lo tanto, respecto a otras crisis, probablemente hoy día hay un escenario que es claramente distinto con China que se mantiene dinámico, creciendo alto y donde si se quisiera calcular el producto ponderado por consumidores de *commodities*, aparecería probablemente menos importante la caída sobre la base de la información que se presentó anteriormente, ponderando por consumidores de *commodities*.

El señor Ministro de Hacienda señala que la razón por la cual insiste en este tema, es que la información que tiene de otras fuentes es distinta a la analizada en esta Reunión. En particular, señala que el dato que ha dominado las discusiones del Directorio de Codelco, es que las grandes empresas cupríferas pre-venden, generalmente cierran un año, y prácticamente tienen vendido todo el año que viene. Comenta que este año a Codelco le ha costado mucho pre-vender.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que un contrapunto a lo expuesto es que haya una posibilidad distinta. En su opinión, los *stocks* no solamente puedan estar en Bolsas, sino que pueden estar en las empresas y que lo que ha ocurrido en el último tiempo, es que las empresas han reducido sus inventarios y se los han traspasado a las Bolsas y a los productores, y como eso es una situación que no es de equilibrio, se puede equilibrar sin que haya este tipo de claros tan marcados.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que si bien el Banco corrige al alza la proyección del precio del cobre, de todas maneras estaríamos viendo una reversión respecto a los precios actuales y que debería promediar US$ 1,75 durante el año 2009, y que para el próximo, se proyecta un precio algo más alto. Agrega que cabe consignar que en materia de proyectos y, por lo tanto, desde el punto de vista de la oferta, se ha visto una postergación de proyectos, lo que puede llevar a una holgura algo más estrecha en el mercado. Por otra parte, respecto del precio del petróleo, el Consejero señor Claro indica que también se corrige hacia el alza, igualmente sobre la base de mercado futuro. Concluye, señalando que esta discusión la tuvimos el año pasado. Indica que lo que hoy día parece raro, es que este rebote en los *commodities*, por decirlo de alguna manera, calza con evidencia de una disminución en la incertidumbre del mercado financiero, y no con un aumento de la incertidumbre de dicho mercado. Por lo tanto, señala que algo de real tiene que haber.

El Presidente señor José De Gregorio señala que en el caso del cobre, hay que tener cuidado y no mirar sólo los proyectos mineros, ya que la chatarra también colapsó, lo que puede tener que ver con lo que está pasando con los precios.

El Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes señala que esa Gerencia estuvo examinando las posiciones especulativas no comerciales, e indica que lo que muestran es más bien que están apostando a que el precio debería tener alguna reversión, y que están tomando posiciones por el lado de los pasivos en cobre. Agrega que tienen que chequear con más cuidado, pero que no está el componente presionando el precio hacia el alza, al menos en lo que han visto hasta ahora. Sería más bien un tema real.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann y a continuación solicita al Gerente Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, que presente la parte nacional.

El señor Gerente Análisis Macroeconómico se refiere, en primer lugar, al dato del IMACEC que fue -3,9%, y explica que respecto de dicha cifra en parte incidieron los días hábiles y la comparación con un año bisiesto. Agrega que considerando esa explicación, en realidad el Imacec fue de -2,6%. Hace presente además, que desde hace ya de un tiempo a la fecha, el IMACEC ha estado principalmente marcado por la caída interanual del resto de los sectores más que por los sectores de recursos naturales. Indica también que, no obstante este dato, que en términos interanuales es bastante negativo, si se observa con más detalle lo que pasó en el mes con algunos sectores de oferta, se observa que habría algún sector con rebote, por lo menos en industria, por el lado de la oferta. Al respecto, el Gerente de la División Estudios señor Pablo García precisa que lo anterior, es por el lado de la actividad económica, y por eso que es por el lado de la oferta.

El señor Claudio Soto añade que se observa que habría un cierto rebote por lo menos en industria, y que llaman la atención todos los componentes que están ligados a la inversión, los cuales cayeron de manera sistemática cuando se desató la crisis, y que este es el primer dato que mostraría un cierto repunte. Los datos de comercio, por su parte, se muestran más bien planos, donde incluso el comercio minorista podría tener algún cierto rebote.

Por el lado de los indicadores de construcción, el Gerente Análisis Macroeconómico indica que tenemos evidencia algo más mixta, de ventas reales y despachos de cemento que están o planos o al alza. Sin embargo, aclara que los indicadores de permisos y el empleo del sector, que son los que se utilizan para construir el indicador sintético, vienen cayendo y que probablemente van a seguir en dicha dirección. Explica que los permisos son un promedio móvil, y que por lo tanto, probablemente van a seguir cayendo y que se espera

también que el empleo en el sector se siga contrayendo. En consecuencia, los indicadores van a ser un poco más mixtos.

Por otra parte, en el caso de la minería, el señor Claudio Soto señala que la producción ha estado sistemáticamente por debajo de lo que fue el promedio del año pasado y de los años previos. Agrega que, de hecho, los niveles de producción de minería son comparables a los que hubo el 2005, o sea, niveles muy bajos.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consulta dónde se puede apreciar el rebote en la industria. Al respecto, el señor Claudio Soto explica que se encuentra en el IMACEC de industrias, desestacionalizado. Señala también que por componente, se puede observar en las líneas más ligadas sobre todo a inversión y también un poco en los sectores de oferta y transables. En general, agrega, las únicas líneas que están más bien planas son las correspondientes a no transables.

El señor Ministro comenta que al ser niveles desestacionalizados éstos estarían mostrando una levísima recuperación respecto al mes anterior, y que hay una fuerte caída en doce meses. Al respecto, el señor Gerente de División Estudios precisa que hay que tener cuidado con las magnitudes, ya que el gráfico es algo engañoso. Por ello, explica, hay que tomar la escala, observando que la escala es gigante, y que si se analiza la cola, se trata de una cifra bastante grande. Señala que lo que sucede es que la caída fue fenomenal, de dos dígitos.

El Gerente Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que por el lado de la demanda, se tiene información corregida respecto de la evolución del consumo. Explica que se tiene una corrección histórica de las series de producción que se utilizan para construir el indicador coincidente de consumo, donde en realidad la dinámica que está haciendo el consumo habitual es peor de lo que teníamos previsto el mes anterior. Agrega que su evaluación respecto de cómo estaba en enero es peor y lo que se está viendo para febrero también es peor. Señala que en estos momentos, se observan variaciones interanuales para el consumo habitual cercanas a cero, y negativas para el consumo total, por lo que está pasando con el consumo de durables.

Continuando con su exposición, el señor Claudio Soto señala que, respecto de las importaciones de automóviles, que es un indicador bastante adelantado de lo que ha pasado en el sector, es posible observar el desplome importante de septiembre, pero indica que este dato se empieza a revertir en el margen. Explica que hay una evaluación de que el consumo puede estar más deteriorado, sobre todo por la parte habitual, con perspectivas algo más optimistas hacia delante dado este rebote de la venta de automóviles. Sin embargo, si se observan los datos de importaciones de bienes de consumo, excluyendo autos, se ve que en el margen, éstos podrían estar incluso peor que lo que se venía viendo el mes pasado. Este dato no es un dato duro, pero señala que se ve una caída adicional respecto a lo que se venía observando para marzo. Al respecto, el señor Pablo García señala que reformar toda la caída respecto a febrero es producto de la estacionalidad considerada y al uso de deflactores. Agrega que los datos nominales están planos, después de la fuerte caída que tuvieron en el cuarto trimestre del año pasado.

El señor Ministro de Hacienda señala que cuando el consumo de durables fluctúa, uno en general se inquieta, pero no mucho porque se sabe que es relativamente volátil. Cuando el consumo habitual fluctúa, las implicancias son mucho más serias porque obviamente es más persistente, y se puede estabilizar mucho menos a lo largo del tiempo. Por lo tanto, esa caída tiene implicancias para la demanda agregada, no solamente en un mes sino que para delante. Indica que se sabe que ese componente del consumo es más persistente y más

grande, y que la suma de las dos cosas, cuando se está en territorio fuertemente negativo, da una señal sobre el resto del año que, de nuevo, tiene implicancias para la demanda agregada igual que para la inflación.

Al respecto, el Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que la corrección del segundo trimestre de este año está influida, en parte, por un juicio respecto de que esta debilidad del consumo habitual continúe. En cuanto a lo que pase para el resto del año, indica que se trata de una cuestión para el *IPoM*, pero por lo menos para el segundo trimestre, una fracción importante de la corrección es justamente por este tema.

El Gerente Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto explica que respecto de la inversión, se tiene evidencia algo mixta, ya que si se miran las series de importaciones reales, se observa en el margen una caída bastante importante en marzo, respecto de febrero donde se había visto un cierto aplanamiento de las importaciones. Precisa que ello está considerando un deflactor y un factor de desestacionalización que se sabe que pueden cambiar en el tiempo o que van a cambiar en el tiempo.

Por otra parte, el señor Claudio Soto informa que en materia de venta de viviendas, se observa un rebote importante. Lo anterior, se desprende tanto de las cifras de la Cámara Chilena como de *Collect*. Ambas muestran un fuerte rebote en el primer trimestre de este año, probablemente ligado en parte a las ofertas que están haciendo las inmobiliarias. En consecuencia, indica que pero por lo menos el panorama inmobiliario, en términos de venta, se ve algo más optimista en la punta. Precisa que respecto a las existencias, todavía las encuestas indican que la percepción es que están por sobre los niveles deseados.

Ante la solicitud del señor Ministro de Hacienda de limpiar las viviendas sociales, el señor Claudio Soto indica que hace algún tiempo se preparó una minuta al respecto, y explicó que el problema consiste en que las viviendas sociales operan a través de subsidio y lo que levanta la Cámara Chilena son ventas, sin identificar claramente si son ventas con o sin subsidio. Es decir, hay un problema en la segregación, por lo hay que hacer algunos supuestos para poder separar.

Al respecto, el señor Ministro de Hacienda explica que hay tres categorías: (a) viviendas dinámicas sin deudas, en que no hay préstamos de ningún tipo, y el subsidio es total; (b) viviendas con subsidio parcial del 10% ó 20%, que tienden a ser las viviendas entre UF 700 UF y UF 2.000; y (c) las viviendas de más de UF 2.000 UF, que son pura demanda privada. Señala que la segunda y la tercera son sensibles al ciclo económico, pero no la primera.

Por su parte, el Consejero señor Manuel Marfán señala que en el índice una vivienda de UF 10.000 pesa igual que una de UF 800. Al respecto, el señor Ministro aclara que no sabe cuál es el precio relativo en cuanto a esas tres categorías, pero que numéricamente sospecha que la primera y la segunda son mucho más grandes que la tercera.

El Gerente de Investigación Económica señor Luis Felipe Céspedes explica que la vivienda social propiamente tal, es de alrededor de 80 mil unidades. El resto, es decir, las otras dos categorías que tienen parte de subsidio y parte de financiamiento privado, son aproximadamente 50 mil. En total suman en torno a 120.000 a 130.000. El señor Céspedes indica que el dato que se presenta no incluye a las viviendas sociales propiamente tales.

El señor Ministro señala que su suposición era que las personas que venden con subsidio, o compran o pierden el subsidio. Por lo tanto, es mucho menos sensible al ciclo, aún cuando sea parcial. Entonces, es mucho más puro el efecto cíclico que tendría la variación de las viviendas sin subsidio, o con un subsidio parcial menor. Este dato corresponde a esas dos categorías, esto es la categoría que tiene subsidio parcial o completamente privado. Las que son sociales propiamente tales no están incluidas acá.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que respecto a la venta de viviendas, tiene la información de que el proceso de aprobación de los préstamos hipotecarios no está hoy día tan fluido como hace seis meses o un año atrás. Por ello, le parece que estas estadísticas pueden estar recogidas al momento que se hacen las promesas de compraventa y después todo queda condicionado a que el banco otorgue el crédito. Indica que se sabe que ha habido programas de venta de vivienda que han sido exitosos, pero que los bancos están otorgando créditos mucho más estrictos. Es un punto de precaución.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto continúa indicando que para las proyecciones del trimestre tenemos una proyección del Imacec, utilizando el consumo energético de marzo, que da un crecimiento de -1,4% para marzo. Agrega que dicha cifra se ve menos negativa que febrero, en parte también por la existencia de mayores días hábiles. Respecto de la corrección de la proyección del primer trimestre, señala que dado que tenemos corrección de cifras históricas, una corrección importante de la cifra de enero es de la última semana donde parte de esto es público, pero hay una parte de la corrección que no es pública. Indica que en términos del diagnóstico, es más o menos similar, en el sentido que está en niveles más o menos estables desde enero, pero partiendo de un enero más bajo que el que se tenía considerado en la RPM pasada, aproximadamente un punto más bajo. Con ello, explica que se están corrigiendo las proyecciones para el primer trimestre desde -1,4% que se tenía en marzo, hasta -2,6%. Señala que esto último está bastante influido por el dato de enero que mueve el nivel del trimestre hacia abajo y que hacia delante, se está corrigiendo en la proyección desde -1,6% a -3,2%. El señor Soto indica que el ajuste de enero fue bastante generalizado en comercio, industria, y no tanto en construcción. En transporte se ve bastante el efecto de la menor actividad.

El Presidente señor José De Gregorio señala que si decimos que en el primer semestre va a acumular -3% de crecimiento, para tener un 0% el próximo año, tendrías que acumular casi 3% de crecimiento en el segundo semestre. Al respecto, el señor Pablo García señala que en el cuarto trimestre tuvimos la fuerte caída del año pasado, generándose un efecto base. Agrega que del -1,4% a -2,6%, debe ser 1,2% de menor crecimiento para el primer trimestre, y que se podría decir que hay 0,7% que es producto de información que no es pública. Recuerda que si se toma, por ejemplo, la proyección para el *IPoM*, que era una cifra positiva para el primer trimestre, en torno a 0,3%, se tienen 3 puntos de corrección en el crecimiento en doce meses para el primer trimestre. De esos 3 puntos, hay prácticamente un punto, que es producto del cierre del 2008, y 2 por noticias coyunturales.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto retoma su exposición y señala que de los antecedentes presentados respecto de consumo y de importaciones de bienes de capital, la deducción de la inversión hacia delante lleva a corregir de manera mucho más intensa la demanda interna que la corrección que se está haciendo del PIB. Indica que la demanda interna estaría creciendo a -7% el primer trimestre y casi -9% el segundo trimestre. El consumo privado estaría creciendo a tasas negativas más bajas de lo que se tenía pensado y la inversión crecería bastante menos de lo considerado en la Reunión pasada.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que hay dos cosas que son las importantes. Primero, el dato de las importaciones de marzo, que como se mencionó, en términos reales es muy bajo para consumo, inversión, maquinarias y equipos. Ello afecta, a menos que se produzca un rebote brusco en abril, cosa que no se supone, lo que lleva para abajo a las importaciones en el segundo trimestre y, por lo tanto, a la demanda interna. Segundo, está el juicio respecto a que el dato de menos consumo del primer trimestre, también se va a traducir en un menor consumo habitual el segundo trimestre, que también se está corrigiendo a la baja. Precisa que lo anterior es indudablemente un juicio.

El señor Ministro de Hacienda consulta si en las cifras anteriores está incluido el bono otorgado por el Gobierno. Al respecto, el señor Pablo García señala que todo se ancla en la proyección anual y en los perfiles trimestrales que se deducían en enero cuando se dio a conocer el paquete fiscal. En la revisión de todo el panorama global para el año que viene, obviamente se va a incorporar alguna revisión de cómo viene la temporalidad y el efecto que finalmente tuvo el bono en marzo. Precisa que, de hecho, se va a contar con el dato de Imacec de marzo.

Ante la consulta del señor Presidente sobre la entrega del bono, el señor Ministro de Hacienda informa que ha sido espectacular. Agrega que hay dos mitos. El primero, es que no se está gastando la plata de inversión pública, siendo que se está gastando fuertemente, lo que nos retrotrae al tema anterior de la vivienda, ya que parte del delta es Vivienda y en Vivienda se gasta. Precisa que Obras Públicas es un asunto distinto. El segundo, es el bono de los 228 millones de dólares, y que hay 34 millones de dólares presupuestados y ya se han pagado más de 200 millones.

Por otra parte, el señor Ministro de Hacienda señala que, entendiendo la respuesta del señor Gerente de División Estudios, al hacer el perfil del año con información post 5 de enero, ya había un cierto rebote en marzo y lo que el Banco ha hecho es mantener ese perfil y cambiarle el nivel.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que hay un componente del ajuste en gasto que no podemos explicar claramente y que lo atribuimos a la confianza. Indica que es más que los cambios en el precio relativo, y más que cambio en el ingreso permanente. Se trata de un efecto que no podemos explicar. Indica que hay un delta que en algún minuto hay que recuperar, no sabe si ahora, en seis meses, o en un año más, pero consulta cómo entra ello en la proyección.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que ello está un poco implícito en este rebote que se tiene en las velocidades para el segundo trimestre. Menciona que el primer trimestre ya está bastante jugado; se tienen dos IMACEC y una estimación para el IMACEC de marzo. Por lo tanto, el primer trimestre está jugado y tenemos una velocidad negativa respecto al trimestre anterior. Precisa que son variaciones trimestre a trimestre. Hay un rebote el segundo trimestre de este año, en parte justamente porque el tema de confianza se empieza a resolver, lo que se ve en la demanda interna, donde el panorama para el segundo trimestre claramente es de recuperación.

Al respecto, el Consejero señor Sebastián Claro señala que esos datos sugieren un rebote mayor que el que sugeriría el patrón histórico. El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto aclara que hasta el *IPoM* se observaba un rebote ya en el primer trimestre, y se suponía que a dicho trimestre se iba a estar con velocidades positivas, siendo que lo que ve ahora en los datos, es que en el primer trimestre se produjeron velocidades negativas.

Por su parte, el Consejero señor Manuel Marfán señala que existe una discusión si este es un ciclo con forma de V, de U, o de L y en qué parte estamos. Indica que da la sensación, aunque sabe que es muy preliminar, de que las cifras de velocidad cambian con cada nuevo dato. Comenta que su reflexión es con signo de interrogación, ya que en el fondo pregunta cuál es la apreciación respecto del estado del ciclo.

El señor Ministro de Hacienda comenta que dado que se está en el terreno de las apreciaciones algo subjetivas, añadiría dos elementos que van más bien en la otra dirección. Primero, que las velocidades nos dicen algo, pero que también nos ocultan algo. Lo anterior, ya que son cambios respecto a una base inmediatamente precedente y lo que sabemos es que para el segundo trimestre, la base inmediatamente precedente va a ser muchísimo más baja de lo que en ningún momento se pensó. Segundo, que todos se han sorprendido por el grado de deterioro sistemático de la actividad de los socios comerciales y por el efecto de confianza que se refleja en el consumo doméstico. Señala que dado el grado en el cual hemos sido sorprendidos en el pasado y, siendo posible que podríamos ser sorprendidos de nuevo en el futuro, para que ello no ocurra habría que ser cautelosos respecto de lo que se proyecta.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que ha habido un endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito. Ello tiene que ver con el tema de la confianza. Indica que la gente reevaluó sus posiciones financieras. Agrega que no se sabe qué va a pasar para delante, a pesar que se han tomado un conjunto de medidas para apuntalar, tales como la baja de tasa, los programas para apoyar el crédito, garantías, etc. Precisa que todo ello va en un sentido positivo, pero su impresión es que los bancos todavía siguen cautelosos y la gente está temerosa. Entonces, mientras ello permanezca apretado, es difícil que la gente aumente el consumo.

Al Presidente señor José De Gregorio comenta que lo expresado por el Consejero señor Marshall es muy válido y que se trata de un tema que debe discutirse más.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que respecto del repunte, considera que una de las cosas que sorprende, es que una economía con los fundamentales de la economía chilena, haya tenido una caída en el cuarto trimestre atrasada, anualizada de -8,3%. Esa cifra es muy parecida a la de Brasil, e incluso superior a la de otros países sudamericanos con peores fundamentos. Agrega que nuestra racionalización de ese tema es que hubo un deterioro de confianza abrupto, importante y que no guarda relación con los fundamentales de nuestra economía. Es decir, señala el señor Vicepresidente, ello es lo que uno debiera pensar, a pesar de los problemas que mencionaba el Consejero señor Enrique Marshall, respecto a que tenemos un sistema financiero que está cauteloso. En su opinión, los fundamentales de la economía chilena van a tener que reflejarse en los trimestres que vienen, no cabe ninguna duda de ello, y que en algún minuto se va a dar esa reversión. Indica que ello puede que sea en el segundo trimestre, o en el segundo semestre, pero que en el fondo, no puede ser que la diferencia de fundamentales de la economía chilena no se refleje.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que si bien es cierto que falta información, el Banco no puede postergar sus decisiones hasta contar con ella y, por ello, se tiene que trabajar sobre la base de hipótesis. Reitera que su planteamiento anterior era que descartaba el escenario más benigno, es decir, sea que se trate de una W, U o L, o lo que sea, indica que para efectos de hoy día, es más o menos lo mismo. Hace presente que sí descarta que sea una V porque no hay un rebote, es decir, hay un rebote, pero no es un rebote que esté mostrando solidez hasta ahora. Entonces su hipótesis es para efectos solamente de la discusión de la decisión de hoy. Asimismo, el Consejero señor Marfán señala que, respecto de lo dicho por el señor Vicepresidente, efectivamente lo que hay es un cambio de escenario muy brusco donde el mecanismo de transmisión, en su opinión, es principalmente a través de la

cuenta corriente. Agrega que en el caso de Chile, más que financiero, el grado de apertura que tiene nuestro país es tan grande, que no somos inmunes y por ello, por muy bien que nuestro país tenga los fundamentales, si hay una variable que pesa un tercio del PIB que está cayendo muy bruscamente, entonces el ciclo económico lo va a reflejar y señala que no le extrañaría que también afecte a la confianza porque es un *shock* muy fuerte.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto comenta respecto al juicio que incluye esta proyección, que se está siendo algo más optimistas de lo que sucedió en 1998. En nuestra proyección se muestra un rebote en el consumo hacia el segundo trimestre, después de haber caído de manera intensa el cuarto trimestre del año pasado y estar más bien plano el primer trimestre de este año. Agrega que el juicio para fundamentar lo anterior consiste en las reacciones de política, tanto fiscal como monetaria.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García hace presente que cuando se hizo esta discusión en el *IPoM* de enero, se acordó que lo que se iba a suponer era que el perfil del ajuste de la macro a este *shock,* iba a ser más tenue que lo que había pasado en 1998. Agrega que lo que se observa ahora es que está siendo muy parecido a lo del 98 en la coyuntura, pero de todas formas se supone que el rebote viene antes. Ello está en estas proyecciones y obviamente es un tema que se tendrá que discutir para el *IPoM*.

El señor Claudio Soto señala que uno de los aspectos que más explica la caída del PIB del cuarto trimestre, fue la variación negativa de existencias con los datos de demanda interna y de importaciones. Indica que en los datos de nuestras proyecciones de PIB se ve que hubo una desacumulación adicional de inventarios en el primer trimestre de este año y que seguiría habiéndola en el segundo trimestre, pero de una menor magnitud. Agrega que si se compara y ve el stock de inventarios, ello es coherente con una cierta normalización de los *stocks* que se acumularon de manera intensa desde el 2007 y hasta mediados del año pasado. Señala que hubo una fuerte acumulación de inventario y lo que ha pasado más allá del *shock* mismo de confianza, es una reversión de los inventarios algo más coherente con lo que eran los patrones normales de inventarios. Comenta también el dato de la balanza comercial, ya cerrado al primer trimestre de 2009, donde se observa un fuerte rebote, más allá de que ha habido una caída en las exportaciones. Señala que la caída en las importaciones ha sido de una magnitud tal, que lo que tenemos hoy día es un rebote de la balanza comercial. Ello, hace pensar que probablemente el déficit en cuenta corriente este año va a ser mucho más cercano a cero, materia que se discutirá en el *IPoM*.

Por otra parte, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las proyecciones tanto de demanda como de actividad, muestran que lo que estaría llevando a la caída de la actividad hacia delante son existencias que se irían desacumulando, con caídas en inversión y en consumo, todo ello parcialmente compensado con exportaciones netas que están contribuyendo positivamente a la actividad a partir del segundo trimestre. Agrega que, de hecho, ya están contribuyendo positivamente el cuarto trimestre del año pasado al igual que el primer trimestre y el próximo.

Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán comenta que lo anterior implica que las exportaciones netas están contribuyendo, porque las importaciones están cayendo mucho más que las exportaciones; y que otra manera de verlo es que la demanda interna, aparentemente está cayendo mucho más que el PIB.

El señor Claudio Soto señala que el mercado laboral ha seguido deteriorándose. Se tiene nuevamente una caída mes a mes del empleo desestacionalizado en el mes de febrero y una tasa de desempleo desestacionalizada que se aproxima a 9%, con una caída bastante importante en la tasa de crecimiento del empleo y también con una caída en la fuerza de

trabajo, pero obviamente de menor magnitud. En cuanto a los salarios y al costo de la mano de obra, el señor Soto menciona que en el margen, en el dato de febrero, crecieron bastante poco, y que si uno ve lo que pasó en 1998 y 1999, también se observa que después de haber aumentado bastante a fines de 1998, los salarios nominales tuvieron períodos donde crecieron bastante poco en términos nominales. Indica que la inflación era bastante mayor que la que tenemos hoy día.

Respecto del dato del IPC, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que la tasa anual del IPC está en 5%, con un registro de 0,4 mensual que estuvo muy en línea con lo que eran las proyecciones del Banco. Añade que el dato positivo está incidido básicamente por lo que son las tarifas educacionales que habitualmente afectan en marzo, y también en parte por la estacionalidad nueva que tiene ahora el precio de los vestuarios, aunque aclara que el precio de los vestuarios sorprendió a la baja, a pesar que tuvo una incidencia positiva en el IPC.

Por otra parte, respecto de las velocidades de la inflación, el señor Soto señala que siguen cayendo y que de hecho, ya están por debajo de 3%. Agrega que si se ven otras medidas de inflación, también se observa que las velocidades están muy bajas, algunas cercanas a cero. Respecto de la Reunión pasada, comenta que los nuevos supuestos que se incorporan en la proyección son básicamente una trayectoria de combustibles al alza y un tipo de cambio nominal más apreciado que no alcanza a compensar el aumento del precio internacional del petróleo y, por lo tanto, se tiene un escenario con algo más de precios de gasolina hacia delante y una trayectoria de perecibles que está muy en línea con lo que se consideraba en la proyección. Al respecto, señala que quiere destacar que está suponiendo que parte de la reducción del impuesto específico se empieza a devolver hacia fines de mayo y junio, tal como se establece en el decreto de la rebaja de este impuesto específico y que ello va a tener una incidencia importante en la proyección de inflación hacia delante.

Respondiendo a una consulta del señor Ministro de Hacienda, el señor Claudio Soto indica que si lo anterior no ocurriese, la incidencia podría ser algo menos de un punto. Al respecto, el señor Ministro indica que si se proyecta la inflación a diciembre, y si se da esa secuencia de escalones, tienes una inflación. Si proyectas la inflación a diciembre sin esos escalones, tienes otra inflación que es más menos 0,6 inferior. Por lo tanto, en el escenario de que no comenzara a revertirse la reducción del referido impuesto o que la ley se modificara, la inflación sería -0,6% de lo que estaba en la proyección del Banco.

El señor Claudio Soto señala que la proyección de inflación estaría por debajo de la meta en junio y que llegaría a 0,9% en septiembre que es el final del horizonte con una inflación del IPCX1, algo más persistente que va convergiendo más suave hacia el 3% y que llega a 0,9%. Agrega que no se tiene una proyección para octubre, pero que es fácil estimar que ese mes la inflación podría ser negativa, lo mismo en noviembre.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que la inflación va a ser negativa independiente de lo que pase con el petróleo.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que una inflación mensual negativa crea algunos problemas, pero que una inflación anual negativa plantea problemas bastante más complejos en materia de contratos, cuentas de ahorro y la forma en que se calculan los reajustes. Va a plantear discusiones legales.

Al respecto, el señor Ministro de Hacienda señala que la discusión legal ya se está instalando para los reajustes de los contratos colectivos, porque hay algunos que tienen cláusulas semestrales y no anuales. Indica que va a haber una disputa legal importante, ya que existe un Dictamen de la Dirección del Trabajo que señala que no se puede aplicar un reajuste negativo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, continuando con su exposición, señala que respecto de las variaciones mensuales del IPCX1 que se van a ver hacia delante, éstas van a empezar a incorporar la estacionalidad de vestuario que antes no existía y por ello se tiene más oscilación, y que en general, se observa una trayectoria bastante baja par la inflación *Core* del IPCX y el IPCX1 que se compensa en el IPC total. Agrega que no se tienen registros mensuales de IPC más altos que los del IPCX y X1, justamente por la trayectoria de los combustibles. Agrega que hacia delante, la proyección contempla que la incidencia de elementos X1 va a ir desapareciendo y va a ser casi cero en la aparición anual del IPC. Lo mismo con las tarifas de los servicios públicos que habían tenido una incidencia importante en los registros.

En cuanto a los mercados financieros, el señor Claudio Soto señala que una de las cosas que más destaca es el empinamiento de la curva de rendimiento. Indica que se observa como las tasas nominales a largo plazo han subido y no así las tasas nominales a más corto plazo. Comenta también que algo similar se observa con los rendimientos en UF.

Respecto de las tasas de colocación, el señor Soto comenta las tasas de distintos agentes e indica que lo que se observa es que las tasas han caído para varios de ellos y para varios plazos relevantes. Indica que sí se observa un rebote en las tasas de colocación comerciales a 30 y 89 días, pero que en las tasas de consumo más relevantes hay caídas respecto a la última RPM. Agrega que en las tasas de créditos hipotecarios, también hay algunas que están más bien planas y otras que han caído. Por otra parte, comenta que una información que no habían mirado hasta ahora era un indicador de la dispersión de tasas. Ella muestra que efectivamente ha habido un aumento de la dispersión.

Respecto a la evolución de las colocaciones, el señor Claudio Soto indica que en términos interanuales, éstas han seguido cayendo. Tal como se discutió en la Reunión pasada, las colocaciones a las personas siguen teniendo registros mensuales negativos mes por mes. Por su parte, las de consumo y viviendas también ahora empiezan a aparecer negativas en su variación mes por mes, en tanto las correspondientes a las empresas, tienden a recuperarse en la misma variación mes por mes. Agrega que el dato en el margen es casi cero, pero han dejado de caer.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que el tipo de cambio se ha apreciado no sólo en términos respecto al dólar sino que también en términos multilaterales. Al respecto, hace presente que si se excluye al dólar, se observa que está más plano respecto de la RPM pasada.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que lo interesante es que supuestamente ya existe en el mercado todo el efecto de las ventas de 50 millones de dólares. Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio indica que es el efecto que el Banco esperaba aunque el año pasado, cuando el Banco comenzó a comprar dólares, el precio subió gradualmente.

Respecto de la Bolsa de Comercio, el señor Claudio Soto señala que en Chile se ha recuperado algo menos que otras bolsas en el mundo, pero indica que de todas maneras está en niveles comparativamente altos. Finalmente, respecto a las expectativas, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico comenta que la proyección de crecimiento para el presente año se ha corregido. Actualmente, está en -0,5% y la proyección para el 2010 se mantiene en 3%. Agrega que las perspectivas para la inflación, en general, se han mantenido más o menos estables, y si se observa la encuesta a las mesas de dinero, las compensaciones también con cierta volatilidad, se han mantenido en rango más o menos comparables con la RPM pasada, con las compensaciones 1 en 1 baja, y las más largas algo por sobre la meta con harta volatilidad la 5 en 5. En cuanto a la trayectoria de tasas, se observa una trayectoria hacia mediados de año más o menos en línea con la RPM pasada, es decir, una tasa que llegaría a algo así como 1,5% a mediados de año. Concluye, indicando que el mercado está esperando principalmente una reducción de 50 puntos para esta Reunión y una de 25 adicional de aquí a junio.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto y ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que en relación al comentario que efectuara el señor Ministro de Hacienda, respecto al modelo de texto, cabría esperar que en la economía funcione bien. Indica que, en su opinión, hay un cambio adicional y que consiste en que ha habido un quiebre en las perspectivas de crecimiento de la economía mundial en el largo plazo con Estados Unidos creciendo a tasas de 3% – 4%.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que no recuerda una RPM en la que el *update* de la proyección tanto de actividad como de inflación respecto al dato de la RPM anterior, sea tan marcado. En su opinión, es absolutamente demoledor, lo que tiene que ver en parte con correcciones *ex post* a meses pasados que reducen la base – lo que explica la mitad -, pero también las implicancias que ello tiene para la proyección hacia delante. Lo expuesto, indica, sugiere que las decisiones, señales o trayectorias que se habían sugerido en la Reunión anterior y que estaban basadas en un escenario, hoy día enfrentan un escenario que es radicalmente distinto. Agrega que cuando el crecimiento proyectado para el primer trimestre cae en 1,6%, respecto a lo que había hace un mes atrás, se trata de un cambio mayor, y no marginal. Señala también que quiere insistir en el tema de la inflación hacia mediados o fines de año en doce meses, ya que hay meses con inflación en doce meses negativo que generan las complicaciones antes discutidas, lo que no incluye la posibilidad sobre la cual no se quiere pronunciar, pero que hay que tener como un posible desenlace, respecto a que el impuesto específico quede en 3,5 UTM por metro cúbico en lo que resta del año. Si se le resta menos 6, se podría tener inflación en doce meses -en meses como octubre y noviembre- fuertemente negativas, no levemente negativas, con un impacto en las expectativas.

El Presidente señor José De Gregorio señala que se hará cargo de lo expuesto por el señor Ministro de Hacienda. Al respecto, indica que de acuerdo a nuestra última estimación, que es dos décimas menor que la anterior y se agregó un mes, 0,9% en septiembre; la inflación de octubre fue aproximadamente 1% el año pasado, y fue el último mes con inflación alta, de manera que octubre es el último mes en que se puede tener una caída fuerte en la inflación. Entonces, agrega, si en ese mes tenemos una inflación de 0,4% o 0,3%, tendremos una caída de 0,6%. Es decir, la inflación anual va a ser 0,3, con el efecto combustible podría ser un mes de -0,2% – 0,3%. Esta situación se presentó en el año 2004. No es un problema. Señala que, inmediatamente en noviembre, diciembre, enero y febrero va a empezar a subir el IPC. Estima que se estará dentro del rango en marzo, y por ello es un ajuste a unas cifras negativas - muy especiales - más que una cosa algo tendencial que en su opinión, no debiese ser muy difícil de comunicar.

Al respecto, el señor Ministro de Hacienda señala que en ese escenario y con lo expuesto respecto al combustible, se estaría cerrando el año con una inflación en torno a 1%, lo que sería dos puntos por debajo de la meta -el dato diciembre a diciembre-, que es el que la gente mira.

El Presidente señor José De Gregorio señala que se estuvo dos años sobre la meta, y que ahora se va a pasar a estar por debajo de ella durante tres meses, cuatro meses.

El Consejero señor Enrique Marshall indica, en relación a lo recién expuesto por el señor Kevin Cowan, que no le cabe ninguna duda de que el país en su conjunto tiene muchas cosas buenas y sólidas, pero cree que no se puede perder de vista que hay un sub-sector del país, respecto al cual no se puede decir lo mismo: sector hogares. Indica que el sector hogares ha incurrido en un mucho mayor endeudamiento, ya que siguió el ciclo. Agrega que es difícil decir algo para el conjunto del sector hogares, ya que en ese sentido no entra en la encuesta que tenemos, lo que nos obliga a ser cautelosos, pero ciertamente que hay un segmento del sector hogares que está con un nivel de endeudamiento muy alto, y que algún grado de desapalancamiento va a tener que observar. Menciona que nuestro país cuenta con bancos sólidos, pero destaca que existe un grupo de clientes de los bancos que son quienes van a tener que hacer un esfuerzo de ajuste, lo que introduce un elemento de restricción en el precio de recuperación.

Al respecto, el señor Ministro de Hacienda consulta si nuestro país está en niveles inusualmente altos, haciendo una comparación internacional. El Consejero señor Enrique Marshall señala que somos comparables con la República Checa, pero indica que lo que está comentando, es que las personas advierten que van a tener que hacer un cierto esfuerzo de ajuste y los bancos también lo advierten, y eso introduce algún grado de limitación en el proceso de recuperación del mercado. Se trata de una hipótesis.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que, ya que se está identificando sectores vulnerables desde el punto de vista macro, considera que el otro sector que es muy vulnerable es el de los exportadores no de *commodities*. Agrega que el libro de texto supone que los exportadores tienen dos mercados, el mercado local y el mercado internacional y que, por lo tanto, pueden hacer trasvasije entre un mercado y otro. Sin embargo, los exportadores chilenos no tienen el mercado local como alternativa y se pueden hacer todas las políticas que sean y demanda agregada que se quiera, pero ninguna de ellas le va a llegar a los sectores que exportan. Reitera que esto no es de *commodities*, ya que éstos se ajustan por precio, no por cantidad. Los que se ajustan por cantidad, por ejemplo la industria manufacturera transable, es la que más cae. Se puede pensar en cualquiera de esos sectores exportadores y las políticas keynesianas no le llegan porque el mercado interno para ellos es irrelevante, como fue el caso de los productores de uva -cuando ocurrió el tema de las uvas contaminadas- quienes no tuvieron el mercado interno como alternativa.

Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio señala que ése es el sector industrial, citando la exposición que efectuó en Asimet, que agrupa a los puramente industriales. Pero si se empieza a ver nuestra cadena exportadora, el caso del vino, incluso los salmones que tienen problema con un virus, ellos siguen vendiendo en el mundo. Entonces, indica que le cuesta identificar a esos sectores desde el punto de vista de una magnitud significativa. Agrega que al revisar nuestras proyecciones de términos de intercambio sin cobre, se observa una caída de precios relativamente baja, muy limitada, 5%, 3%, con una depreciación -desde el punto de vista que se tome- de 10%, 15%. Por ello, señala que la verdad que es difícil argumentar que pueda haber un problema o conflicto demasiado grande de rentabilidad. Lo

anterior no excluye que haya problemas de economía política, pero le cuesta pensar que son sectores en que realmente el problema es demasiado grave.

El señor Ministro de Hacienda señala que hizo la distinción entre sectores homogéneos y no homogéneos. Señala que Asimet es especialmente dramático, ya que Asimet prácticamente tiene dos clientes, la minería en Chile que les dejó de comprar, y el resto de América Latina que también les dejó de comprar. Es difícil imaginar que los productos de Asimet los vengan a buscar de mercados avanzados.

Finalmente, el Presidente señor José De Gregorio señala que quiere hacer un punto respecto a lo dicho por el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux y el Consejero señor Enrique Marshall. Indica que si se piensa el ajuste de la economía chilena, es cierto que cuando hay una crisis de confianza todo el mundo se asusta. Sin embargo, indica que no cree que existan crisis de confianza permanentes, no es que la gente desconfíe para siempre. Llega un momento en que la gente empieza a ver los fundamentos y dice que la verdad es que Chile no es Estados Unidos, afortunadamente en esta oportunidad. Chile no es Irlanda, afortunadamente vamos a decir. Tampoco es del Báltico. Ello lo lleva a tener una visión optimista, dentro de un escenario muy malo. Agrega que no obstante, el Consejero señor Marshall levantó un punto que nunca lo ha podido calibrar, pero que sí considera que tiene mucho que ver con la lentitud del ajuste de la recuperación pasada. Tiene que ver con que llega un momento en que muchos consumidores se sobre-endeudan, sin llegar a niveles peligrosos, pero se sobre-endeudan y luego, un periodo como éste lo eligen para consolidar sus deudas, y pasan dos años en los que no se endeudan.

Siendo las 13:40 horas, el Presidente señor José De Gregorio pone término a la sesión de la mañana de la Reunión de Política Monetaria y comunica que la parte de la tarde se reanuda a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 137.

El Presidente señor José De Gregorio fija la Reunión de Política Monetaria del mes de octubre de 2009, para el día 13 de dicho mes.

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

El señor Gerente de División Estudios comienza señalando que, a juicio de esa Gerencia, las consideraciones principales a tomar en cuenta en esta Reunión de Política Monetaria son tres: el mensaje de política monetaria implícito en el comunicado anterior, las expectativas del mercado y la incorporación de los antecedentes coyunturales.

Respecto del primer punto, el señor García recuerda que en la discusión de la última reunión de política monetaria se señaló que aunque era probable que se requirieran nuevas reducciones de la TPM, en tal escenario dichas reducciones serían más acordes con la frecuencia y magnitud de los movimientos efectuados históricamente. Ello naturalmente restringe el universo de opciones posibles a cuatro: la mantención, o bien una reducción en 25, 50 ó 75 puntos base de la TPM.

En cuanto a la primera opción, es decir la mantención de la tasa actual, los antecedentes coyunturales reflejan, a pesar de sus matices, la existencia de un entorno macro debilitado, lo que permite descartar a la mantención de la TPM como una opción plausible para esta reunión.

Respecto de las distintas alternativas de reducción de la TPM, el Gerente de División Estudios indica que la ampliación de la brecha en el margen, pero con estabilidad en las expectativas de inflación de mediano plazo, sugiere mecánicamente un nivel para la TPM que no está obviamente por debajo de lo esperado por la mayoría del mercado para los próximos meses (en torno al 1,5%). Por ello, una reducción de 75 puntos base en este momento llevaría la TPM a un nivel que sugeriría un cierto sesgo neutral, a menos que se desee afectar la estructura de tasas y dar la señal de que las reducciones van a continuar en los próximos meses. Es indudable que no se puede descartar a priori dicho escenario. Sin embargo, la comunicación de una estrategia de política monetaria de ese tipo (con reducciones por debajo de lo que espera el mercado para los próximos meses) requiere tener mayor precisión sobre los contornos del entorno macro, en particular las perspectivas inflacionarias con el 2010 y principios del 2011, que se elaborarán en el *IPoM*.

El Señor García menciona que, adicionalmente, es razonable preguntarse si una reducción de 75 puntos base está o no dentro de los patrones históricos y por tanto considerarse si las reducciones de esa magnitud realizadas en el año 2002 fueron medidas inusuales. En su opinión, no es evidente que se pueda justificar en una u otra dirección, o al menos que el mercado perciba de manera inequívoca que ése sea el caso. Estos antecedentes conducen a ponderar menos la opción de reducir la TMP en 75 puntos base, versus una reducción de 50 puntos base, bajo el criterio de no dar lugar a confusión sobre si la política monetaria sigue o no los patrones históricos, y, por tanto, si se ha producido un nuevo quiebre en la comunicación de la política monetaria respecto al último comunicado.

Añade, el señor Gerente de División Estudios, que, a partir de la discusión que antecede, parece razonable seguir imprimiendo un sesgo a la política monetaria, en el sentido que no se pueden descartar nuevas reducciones luego de la reunión de hoy (reducciones que de hecho ya están implícitas en el consenso de mercado). Una reducción del 50 puntos base permitiría mantener el sesgo.

El señor Pablo García continúa señalando que, una reducción de 25 puntos base, en tanto, sería sorpresiva para el mercado, no sólo porque no está dentro de las alternativas consideradas como plausibles. En efecto, una estrategia de política monetaria que converge a un nivel objetivo para la TPM debería, bajo certidumbre, ir gradualmente hacia la reducción de la magnitud de sus movimientos. Por ello, mecánicamente se puede esperar que cualquier decisión que se adopte en esta reunión llevará a expectativas de movimientos más acotados en el futuro, por lo que una reducción de 25 puntos base puede señalizar que ha concluido el proceso de relajamiento monetario, lo que parece incongruente con el actual escenario de holguras de capacidad. Añade que se podría acompañar una decisión como la indicada, con un mensaje que realce en mayor medida la incertidumbre en la que está situada la economía en la actualidad, o que imprima un sesgo más explícito hacia delante, Sin embargo, estos últimos mensajes darían naturalmente pie a diversas interpretaciones que pueden ser confusas.

Por consiguiente, concluye el señor Gerente de División Estudios, desde el punto de vista comunicacional, una reducción de 50 puntos base no sería sorpresiva, pero una reducción de 25 ó 75 puntos base sí podría dar una señal de un escenario bastante distinto al que considera el mercado. Es indudable que ello puede ser, finalmente, el caso al momento de elaborar las proyecciones de mediano plazo, pero tal es un diagnóstico que parece prematuro

adelantar en esta reunión, puesto que aún no se construye. En este sentido, agrega el señor García, una reducción de 50 puntos, con un sesgo similar al del mes pasado, le da más flexibilidad al accionar de la política monetaria en los próximos meses que una reducción de 25 ó 75 puntos base.

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 Investigación Económica, señor Luis Felipe Céspedes señala que, ciertamente las proyecciones de crecimiento hoy día son significativamente peores que las que se tenían en la RPM pasada. El crecimiento esperado para el segundo trimestre es casi el doble más bajo que el que se esperaba anteriormente. Particularmente, es preocupante el comportamiento del consumo habitual y de la inversión y así lo reconocen las proyecciones que se han hecho para el segundo trimestre que, de alguna u otra forma, consideran este escenario más negativo. Ahora bien, no es difícil prever en este escenario, menores presiones inflacionarias asociadas a las brechas más amplias que existen, y esto sin lugar a dudas que va a ser un tema en el *IPoM*. Indica que, en este contexto es natural esperar, de mantenerse la inflación en la trayectoria de un 3% en el horizonte de política, un estímulo monetario mayor al esperado.

El señor Céspedes agrega que, la actualización de las cifras apunta a que la TPM final de este ciclo es menor a la esperada en la RPM pasada. Cuánto menor, es una cuestión a esta altura de mayor incertidumbre, pero lo cierto es que se requiere, en su opinión, un mayor estímulo al esperado en la Reunión pasada. A su juicio, un movimiento de 75 puntos base es consistente con el escenario macro que se está enfrentando y con las decisiones y estrategias que la política monetaria venía implementando en el mes de marzo. Dado el escenario de riesgo sesgado hacia un escenario negativo, la política monetaria actuó de manera particularmente contracíclica. Lo anterior sin lugar a dudas que implicó comprar un cierto seguro contra escenarios más negativos, pero la pregunta que cabe al respecto es si ese seguro se está efectivamente cobrando en este escenario de cifras de menor crecimiento.

El señor Gerente de Investigación Económica menciona que el mes de marzo introdujo un sesgo en particular que, en su opinión, establece un marco de acción más limitado en esta ocasión. Implícitamente se vuelve a un escenario donde la política monetaria se hace más predecible para los agentes. Añade que desviaciones a un mes de haberse adoptado un sesgo de esta naturaleza, pueden generar más ruidos que ganancia. Por eso, en su concepto, una reducción de 50 puntos base hoy es algo más que un sesgo ligeramente más expansivo. Ello puede generar un efecto similar y una baja más agresiva en esta ocasión. Como en ocasiones anteriores, el IPoM se plantea como una inmejorable ocasión para reevaluar las expectativas de inflación y de esta forma realizar ajustes a las trayectorias de tasas. A su juicio, lo importante en esta ocasión, dado el escenario más negativo que el esperado anteriormente, sería dar una señal de que el punto final de llegada debiera ser más bajo que el que se preveía anteriormente. Por consiguiente, concluye que una reducción de 50 puntos base, con un sesgo relativamente distinto al anterior, podría lograr dicho objetivo.

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

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que al igual que los señores Consejeros, quisiera comenzar felicitando a la Gerencia de División Estudios, por la Minuta de Opciones y por su buen trabajo. Sin embargo, indica que a lo anterior, quisiera agregar un matiz.

En su opinión, la Minuta de Opciones que se presentó en esta Reunión, se centra, en exceso, en asuntos tácticos y no suficientemente en aspectos de fondo. Al respecto, el señor Ministro señala que, sin perjuicio de la importancia de la relación entre las decisiones que toma el Banco y lo que espera el mercado, considera más importante aún, contar con un diagnóstico acerca de cuáles son las consideraciones de fondo de lo que la política monetaria debería hacer y ajustar. La táctica al fondo y no el fondo a la táctica.

En dicho sentido, agrega que echa de menos un análisis algo más detallado de dos asuntos que a su juicio son medulares. En primer lugar, dada la información adicional sobre la economía mundial y nacional de que hoy se dispone y que no se tenía treinta días atrás, cabe preguntarse sobre la tasa de interés a la que se debería llegar a fines de este ciclo, para que la brecha sea congruente con la meta del Banco Central. Al respecto, se pregunta si dicha tasa debe ser igual, mayor o menor que la que se tenía en mente hace treinta días.

En su opinión y, dado lo que sabemos hoy, esa tasa es menor, ya que el cambio en las condiciones nacionales e internacionales es abrumadoramente más negativo que lo que en un momento se pudo prever.

Agrega el señor Ministro de Hacienda, que la segunda pregunta de fondo es si lo expuesto es correcto, entendiendo que podemos o no estar de acuerdo, pero suponiendo que la hipótesis es correcta, existen argumentos de fondo de política monetaria y no de táctica o estrategia de comunicaciones, que sugieren que la trayectoria donde estamos hoy hasta ese punto debe ser necesariamente gradual o puede ser más bien abrupta. El señor Ministro señala que, insistentemente piensa en los argumentos de una política monetaria óptima, tratando de encontrar alguno que pueda sugerir que la trayectoria debe ser gradual y no abrupta. Al respecto, indica que debe confesar que no encuentra tales argumentos, aunque quizás se le ha olvidado alguno. Por lo tanto, indica que si efectivamente la tasa a la cual queremos converger es más baja que la que se estimaba hace treinta días - y a su juicio sí lo es -, esa trayectoria debería ser rápida aunque no necesariamente de un salto, pero de pocos saltos, lo que debería estar implícito y ojalá explícito en la decisión que se adopte en esta Reunión. Por lo tanto, precisa que su juicio es más bien hacia un recorte más audaz que un recorte menos audaz en la Tasa de Política Monetaria.

Señala que una vez dicho lo anterior, desea efectuar un par de consideraciones tácticas que, aunque secundarias, no son irrelevantes. En su opinión, existe el peligro de casarse demasiado o poner demasiado énfasis en la ilusión que se va hacer algo que calce con los patrones históricos, ya que las afirmaciones que se hacen en ese sentido son contingentes con la información disponible en el momento en que se hace la afirmación y, a su juicio, la información que se tiene hoy es distinta a la que se tenía en ese momento. Indica que si esa fuese una restricción y, por lo tanto, lo que se hace hoy tiene que ceñirse a no romper dicho estándar, cabría preguntarse cómo definirlo, ya que no es un estándar que esté definido científicamente sino que se presta para interpretaciones. Por ello, considera que una reducción de 50 puntos o menos, corre el riesgo de definir "50 puntos" como estándar de patrón histórico, y si el día de mañana, por alguna razón, el Banco Central reduce la tasa de interés en más de 50 puntos, se estaría saliendo del patrón histórico.

Por lo expuesto, el señor Ministro de Hacienda considera que en ello hay un asunto táctico, respecto del cual al Banco le convendría tener una mayor y no una menor flexibilidad. En conclusión, su sugerencia es acordar la reducción más grande que propone la Minuta de Opciones o, en su defecto, si se optara por 50 puntos base, comunicar que efectivamente hay información que puede llevar a que las reducciones futuras sean algo mayores de las que estaban implícitas en el último comunicado.

El Presidente agradece al señor Ministro de Hacienda sus comentarios y a continuación ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que su votación se fundamenta en los siguientes elementos. En primer lugar, indica que el registro de inflación mensual consolida la perspectiva de un retroceso en la inflación acumulada a 12 meses de manera sostenida, y al mismo tiempo enfatiza que las inflaciones negativas de los últimos meses estuvieron dominadas por cambios en precios específicos que no debieran repetirse. Agrega que, de esta manera se consolida la perspectiva de una caída rápida en la inflación durante este año, y que las expectativas a mediano plazo coinciden con una convergencia a 3% en el horizonte de política.

En segundo lugar, el Consejero señor Claro señala que el bajo registro de actividad de febrero pone en evidencia que, por una parte, la desaceleración de fines del 2008 fue particularmente brusca, lo que estuvo en parte dominado por una caída importante en el gasto interno; y, por otra, que existen indicios – preliminares, pero válidos – que en los últimos meses la desaceleración se habría suavizado, aunque todavía no se observa un cambio de tendencia que respalde una recuperación inminente. En opinión del Consejero señor Claro, lo anterior nos deja con un nivel de actividad bastante menor al observado a mediados del 2007, lo que explica las menores presiones inflacionarias de mediano plazo. Agrega que es evidente que el ajuste en gasto interno ha sido muy grande, por lo que aún con un acceso a financiamiento externo relativamente abierto, la cuenta corriente se ha mantenido en niveles superavitarios. Asimismo, indica que la apreciación del peso en parte está reflejando el ajuste de gasto interno donde las necesidades de financiamiento han sido muy bajas. Este ajuste en gasto probablemente es mayor al generado por la caída en la demanda externa y la menor riqueza, que en parte justifican una menor demanda interna. Por otra parte, señala que la estrechez del crédito y el aumento en las primas por riesgo después de un período de alto crecimiento del crédito también han contribuido a ajustar el gasto, pero que estos últimos determinantes debieran ir perdiendo relevancia en los próximos meses. Hace presente que queda, sin embargo, un componente importante por explicar, ya que en la medida que esto obedezca a una contracción autónoma de la demanda debido a una menor confianza, la situación se debiera recuperar. Precisa que, sin embargo, es prematuro tener como escenario base uno con una rápida recuperación de la demanda interna mientras no tengamos alguna evidencia de ello.

En tercer lugar, el Consejero señor Sebastián Claro señala que en la economía internacional existen ciertas señales positivas después de varios meses de correcciones a la baja. Al respecto, indica que las proyecciones de los analistas continúan corrigiéndose a la baja tanto para el 2009 como el 2010, pero que ciertos precios dan cuenta de una perspectiva más favorable. Así es como los sostenidos aumentos en los precios de los *commodities* parecen indicar un cambio de tendencia, como también la evolución de los principales indicadores bursátiles, la depreciación del dólar y el incremento en las tasas largas en países desarrollados que son consistentes con una mayor preferencia por riesgo. En tal sentido, el Consejero señor Claro destaca que la pregunta fundamental no es en qué trimestre comenzará la recuperación, sino a qué velocidad se dará ésta. Hace presente también, que por ahora no hay mucho espacio para estar en el lado optimista, tanto porque los indicios de recuperación son prematuros como porque las bases para una recuperación sostenible son débiles; como un

crédito fluyendo adecuadamente, una mayor demanda de los hogares y perspectivas de inversión que difícilmente retomarán rápidamente un alto crecimiento debido al objetivo deterioro en los fundamentos.

Finalmente, y en cuarto lugar, el Consejero señor Sebastián Claro señala que en el mercado financiero doméstico es importante destacar el alza en las tasas de interés de largo plazo de papeles libres de riesgo. En su opinión, este fenómeno ha llevado a un empinamiento significativo de la curva de rendimiento que hace necesario analizarlo con cautela. Al respecto, indica que su interés por enfatizar algunas interpretaciones a este fenómeno. Menciona que una alternativa es que el mercado está incorporando una recuperación de la actividad relativamente rápida con la consiguiente aparición de una mayor inflación. El aumento en las expectativas de inflación y las compensaciones inflacionarias a mediano plazo y su convergencia hacia niveles cercanos al 3%, y la trayectoria implícita de tasas, convergiendo hacia niveles neutrales, sugieren que esta interpretación es razonable. Hace presente que su interpretación de los datos con que se cuenta, es que la estructura de tasas que tiene incorporada el mercado parece adecuada y que no parece aconsejable desviarse mayormente de esa trayectoria mientras no se tenga una convicción que nuestras proyecciones difieren significativamente de las del mercado. De esta manera, precisa el Consejero señor Claro, se evita un empinamiento en exceso de la estructura de tasas lo que amortiguaría el impacto expansivo de la política monetaria. Esta interpretación es consistente también con un cambio en el apetito por riesgo de diversos agentes que originalmente se refugiaron en papeles públicos, sugiriendo que desviaciones respecto de la trayectoria de tasas que incorpora el mercado deben hacerse con cautela. Menciona que una segunda interpretación, es que el aumento en las tasas largas - así como también en las tasas de papeles más cortas en las últimas semanas – y la apreciación del peso, podrían estar reflejando un estrechamiento en el mercado monetario que no está siendo satisfecho por los mecanismos de provisión monetaria tradicionales. Precisa que este es un tema a seguir cuidadosamente, ya que podría estar contribuyendo al ajuste en el gasto.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que dado lo anterior, la alternativa de bajar la TPM en 50 puntos base es adecuada. Agrega que se trata de una decisión ampliamente esperada por el mercado, lo que permite reafirmar la comunicación con éste, expresada en la última Reunión de Política Monetaria, además que aproxima la Tasa de Política Monetaria a un nivel cercano al cual debiera estabilizarse dadas las perspectivas actuales. El Consejero señor Claro agrega que coincide con la Minuta de Opciones en que un ajuste de 75 puntos base sugeriría un escenario de inflación, actividad y tasas para el futuro distinto al implícito en el mercado. Sin embargo, precisa que no se está en condiciones de hacer ello ahora, especialmente dados los últimos movimientos en la estructura de tasas. Finalmente, indica que un cambio de 25 puntos base también podría ser justificable, pero que en el escenario actual es razonable una acción mas decidida.

En consecuencia, el Consejero señor Sebastián Claro señala que su voto es por bajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base y mantener el sesgo.

El Consejero señor Enrique Marshall agradece como de costumbre al *staff* por el apoyo brindado en esta ocasión. Indica que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo efectuó un tercer ajuste sustancial de la Tasa de Política Monetaria, llevándola a acumular una rebaja de 600 puntos base en tres meses. Junto con ello, señaló que el Consejo estimó que podrían ser necesarias reducciones adicionales aunque de magnitud y frecuencia comparables a patrones históricos.

El Consejero señor Marshall hace presente que en el transcurso de este mes, se ha reafirmado la adversidad del escenario macro, si bien han surgido noticias con distinto sello. En el frente externo, indica que entre las noticias que se han conocido destacan la evolución de los mercados financieros y, en particular, de los mercados bursátiles y de crédito, que han entregado algunas señales positivas; el alza bastante generalizada de los precios de las materias primas y, en particular, del precio del cobre; las acciones de política anunciadas recientemente por el Gobierno de los Estados Unidos y el G20, que si bien pueden ser consideradas como modestas e insuficientes, denotan una voluntad para superar la crisis mayor a la que se había conocido hasta ahora; y, los nuevos recortes en las proyecciones de crecimiento mundial, tanto para éste como para el próximo año, lo que tiene una lectura negativa, pero que bien pueden estar reflejando rezagos normales en el reconocimiento de los efectos de la crisis. Sin perjuicio de lo anterior, el Consejero señor Marshall señala que, con todo, los riesgos para el escenario mundial siguen siendo altos, destacando una preocupación muy importante referida a los sistemas financieros, ya que el riesgo de que se sigan observando deterioros en las instituciones financieras es alto.

Por otra parte, en el frente interno, el Consejero señor Enrique Marshall precisa que las noticias confirman las tendencias visualizadas con anterioridad. Al respecto, menciona que las condiciones crediticias permanecen restrictivas, especialmente comparadas con las prevalecientes hasta septiembre pasado, pero que ello no ha sido óbice para que las rebajas en la TPM se hayan traspasado a los clientes del sistema financiero. Señala también que la demanda por crédito ha perdido dinamismo, principalmente en el segmento de los hogares. El inicio de un ciclo descendente ha llevado a este segmento a revisar sus niveles de endeudamiento.

El Consejero señor Marshall agrega que las tasas largas han observado alzas, lo que puede estar reflejando cierta normalización de la actividad en los mercados crediticios y, en particular, en el mercado de bonos corporativos, pero advierte que este desarrollo debe ser monitoreado con atención hacia delante.

Respecto del tipo de cambio, el Consejero señor Marshall señala que se ha apreciado, pero que se mantiene en niveles próximos a sus promedios históricos. Agrega que lo más importante, en todo caso, es que su comportamiento se advierte como normal.

En relación con la demanda y la actividad, el Consejero señor Marshall señala que siguen mostrado bastante debilidad, explicada principalmente por el flojo comportamiento de los sectores o componentes sensibles al ciclo y a la evolución del crédito, y por ello, en su opinión, el crecimiento de este año se ubicaría bastante por debajo del anticipado en enero pasado.

Respecto del mercado laboral, el Consejero señor Marshall menciona que refleja los efectos de un cuadro macro adverso. El nivel de empleo se contrae y la tasa de desempleo se muestra al alza.

Agrega el Consejero señor Marshall que cifras del último mes confirman la tendencia descendente de la inflación, lo que se verifica tanto para el IPC como para las medidas subyacentes, e indica que los salarios también se han sumado a esta tendencia a la moderación. Con ello, señala, se reafirma la perspectiva de una rápida caída de la inflación en los próximos meses, lo que está recogido por las expectativas de mercado.

Continuando con su votación, el Consejero señor Marshall señala que el mercado anticipa nuevos recortes en la TPM hasta llegar a niveles del orden de 1,5% a mediados de año; y que para esta Reunión, se espera mayoritariamente una rebaja de 50 puntos base.

En suma, el Consejero señor Marshall señala que más allá de algunas señales positivas que no imprimen tendencia, el cuadro macro sigue marcado por la severidad de la crisis financiera global, la debilidad de la actividad interna, y por la pronunciada declinación de la inflación. Por ello, considerando que los fundamentos internos son sólidos y que no existen restricciones de política relevantes, lo que procede en este caso es volver a recortar la tasa de interés.

El Consejero señor Marshall señala que en la perspectiva descrita, las opciones sometidas a la consideración de este Consejo le parecen razonables aunque se inclina por una rebaja de 50 puntos base.

Al respecto, precisa que un recorte de un cuarto de punto porcentual resulta tímido, considerando las acciones de política ya adoptadas y el escenario que seguimos enfrentando. Adicionalmente, en su opinión, dicha alternativa podría entregar la señal de que el ciclo de relajamiento estaría concluyendo, lo que no le parece correcto, ya que por el momento, no se cuenta con suficientes elementos de juicio para señalar el nivel al cual debería converger la TPM y, por tanto, ello debería quedar bastante abierto, ya que no se puede descartar que la Tasa llegue finalmente a un nivel inferior al que espera actualmente el mercado.

Por otra parte, señala que la decisión debe ser congruente con lo señalado en nuestro último comunicado, en el sentido que la magnitud de los eventuales nuevos recortes se ajustaría a patrones históricos, lo que fija un cierto límite al recorte de esta Reunión, que en su opinión estaría más cerca de los 50 que de los 75 puntos base. Asimismo, el Consejero señor Marshall señala que a lo anterior, agregaría que no visualiza ninguna razón poderosa para sorprender al mercado, que espera una rebaja de medio punto porcentual, y que el recorte sugerido permite mantener el sesgo a la baja, lo que le parece necesario en el actual cuadro.

En consecuencia, el Consejero señor Enrique Marshall señala que su voto es por bajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base hasta 1,75%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff* y señala que hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la anterior Reunión de Política Monetaria, contenido en el párrafo 2 de la Minuta de Opciones. Hace presente que a lo anterior, vale la pena añadir la Cumbre del G-20 que arrojó un acuerdo de acciones conjuntas que superan a las esperadas, aunque todavía están lejos de lo que el mundo necesita, pero que con todo, hay un margen menos pesimista de lo que se esperaba. En su opinión, la salida más rápida a la crisis global actual pasa por acciones cooperativas entre las principales economías, y aunque la agenda pendiente es aún muy amplia, en su parecer, el espíritu de cooperación primó por sobre los intereses particulares. Al respecto, destaca que la discusión más encendida fue respecto de cómo abordar los paraísos fiscales, tema que es importante, pero que no es urgente.

El Consejero señor Marfán señala que de los antecedentes contenidos en la Minuta de Opciones, cabe destacar que continúan deteriorándose las expectativas de crecimiento mundial para este año, aunque la proyección de crecimiento mundial para el 2010 – para los socios comerciales - se tiende a estabilizar en torno a 2%; y la información revela que el crecimiento negativo del IMACEC de enero, subestima en 1% la caída de la actividad. Agrega, que tanto las noticias externas como las internas componen un escenario más

pesimista en el corto plazo, mientras que la inflación se sigue desacelerando y se prevé que se ubicará por debajo de la meta en algunos meses, no descartándose que se observen variaciones negativas durante algún período corto de tiempo.

Con estos antecedentes, el Consejero señor Marfán indica que su opinión es que las opciones a evaluar en esta Reunión, son reducir la tasa de política en 50 puntos base o en 75 puntos base, descartando ajustes menores. Precisó que lo que se hizo en los meses anteriores fue cambiar la regla de política del Banco Central, es decir, se desarrolló toda una discusión para sencillamente eliminar durante un período transitorio de tiempo el *coeficiente de persistencia* de la Regla de Taylor para ponerlo en términos mecánicos, y la decisión que se adoptó en la última RPM fue reponerla y así se comunicó. Entonces, indica, para volver a tener rebajas de tasas mayores, se tendría que tomar nuevamente una decisión de volver a cambiar la Regla de Taylor y comunicarlo. En su opinión, lo anterior se trata de una opción que hay que dejar abierta ante un cambio de escenario mayor que el que hemos visto en el último mes, cambio de escenario que cree perfectamente factible, e incluso señala que teme un escenario catastrófico con un quiebre del sistema de pagos internacionales. Lo anterior es de probabilidad baja, pero de impacto muy alto, y advierte que esa mezcla lo pone en la zona naranja o en la zona roja de los cuadros de análisis de riesgo y, en consecuencia, cree que corresponde guardarse un grado de libertad para enfrentar escenarios, quizás no tan extremos como ese, pero sí mucho peores que el actual. El Consejero señor Marfán precisa que no cree que sea el escenario central, pero sí se trata de escenarios posibles.

Continuando con su votación, el Consejero señor Manuel Marfán señala que dentro de las alternativas que otorga retornar a nuestra regla de política habitual, en la cual hay una tasa a la cual se pretende llegar en algún momento, y una tasa de la cual venimos, se debe ponderar entre ellas, e indica que le parece que el paso lógico en esa perspectiva no es táctico sino que es muy de fondo, ya que o se siguen reglas o se cambian discrecionalmente cada mes. En su opinión, le parece que lo prudente es reducir en 50 puntos base la tasa de interés en esta ocasión, pero que es evidente que bajo esa misma lógica, corresponde seguir reduciéndola en montos similares en los próximos meses, precisamente por la aplicación de la misma lógica señalada. Por lo tanto, el sesgo que hay que imprimirle al comunicado debiera ser que habrá nuevas rebajas de tasas de interés hacia el futuro.

En consecuencia, el Consejero señor Manuel Marfán señala que su voto es por bajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que desde la última Reunión de Política Monetarias, las proyecciones de crecimiento mundial se han seguido corrigiendo a la baja. Agrega que no obstante ello, una serie de indicadores recientes sugiere que se podría estar algo más cerca de topar fondo, particularmente en el plano del consumo.

Indica que los indicadores de confianza comienzan a mostrar ajustes al alza, las ventas de automóviles crecen en todo el mundo y, en paralelo, los precios de los *commodities* muestran una recuperación que sugiere que la economía mundial podría estar cerca de un punto de inflexión. Sin embargo, la gran duda en torno a las posibilidades de una recuperación de la economía mundial en el segundo semestre, está asociada a las dificultades que enfrenta el sistema financiero del mundo desarrollado para apoyar esta recuperación.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que el plan *Geithner* – anunciado el 23 de marzo pasado – y el comunicado del G20 a comienzos de este mes, han generado un cambio en las percepciones de los agentes económicos que se ha traducido en un importante *rally* alcista en los mercados accionarios de todo el mundo.

En el plano interno, agrega, las cifras de actividad y demanda interna del primer trimestre muestran nuevas correcciones a la baja, que sorprenden por su magnitud, considerando las evidentes fortalezas de la economía chilena.

Dado que el significativo ajuste de la demanda interna del cuarto trimestre del 2008 y el primer trimestre de 2009 no puede explicarse sobre la base de los cambios en las condiciones externas, se desprende que una parte importante de él responde a un deterioro abrupto de las expectativas de los agentes económicos.

Señala el señor Vicepresidente que la buena noticia es que este deterioro pareciera haberse detenido, lo que no impedirá que el PIB del primer trimestre de este año muestre un crecimiento negativo en relación al trimestre precedente. Consecuentemente, las brechas de capacidad han mostrado una nueva ampliación.

Por otra parte, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux indica que el resto de los antecedentes relevantes para la política monetaria muestra cambios de menor significación. Los mercados monetarios continúan funcionando bien, el mercado del crédito está traspasando las bajas de la tasa de política monetaria al costo del crédito, y el crecimiento de las colocaciones sigue reduciéndose.

Lo más relevante en el plano financiero es el significativo incremento de las colocaciones de bonos corporativos, que alcanzaron un récord, con colocaciones por el equivalente a UF 17 millones a comienzos de abril.

En tanto, la inflación no ha mostrado sorpresas en lo más reciente, lo cual también se extiende a las remuneraciones. Por último, las expectativas de inflación no muestran cambios relevantes.

Considerando lo expuesto, el señor Vicepresidente señala que en este cuadro, la decisión de hoy debiera tener un carácter distinto al de las últimas tres reuniones, tal como lo anticipó el comunicado posterior a la Reunión de Política Monetaria de marzo.

Hace presente que concuerda con el análisis de la Gerencia División de Estudios en cuanto a que las opciones más plausibles para esta Reunión son un recorte de 25 puntos base, uno de 50 puntos base, o uno de 75 puntos base. Señala que estas tres opciones, aunque en mayor medida las primeras dos, se pueden asociar a patrones históricos en relación a la magnitud de los movimientos de la Tasa de Política Monetaria.

Agrega que los antecedentes coyunturales que revisa la Gerencia División de Estudios sugieren que la ampliación de brechas que ha tenido lugar a partir de los antecedentes recogidos en los últimos treinta días, podrían justificar tasas de política similares a las que espera el mercado para mediados de este año, esto es, tasas en torno al 1,5% anual. Ello avalaría una reducción de la Tasa de Política Monetaria de 75 puntos base.

Sin embargo, precisa el señor Vicepresidente que concuerda con la Gerencia División de Estudios en cuanto a que ello resulta desaconsejable, por tres razones. En primer lugar, podría discutirse que un ajuste de 75 puntos base responda a patrones históricos. En segundo lugar, con la información disponible, un ajuste de 75 puntos base obligaría a incluir un sesgo neutral en el comunicado, y a poner fin al ajuste de tasas, lo que parece a todas luces prematuro, dada la magnitud de los riesgos del entorno interno y externo. Señala que una decisión de esta naturaleza se podría adoptar con mayor certeza después de conocidos los antecedentes que surgirán de la elaboración del Informe de Política Monetaria de mayo. Por último, menciona que el mercado espera mayoritariamente un ajuste de 50 puntos base para

esta Reunión. En tal sentido, hace presente que después de tres meses de sorpresas en política monetaria, parece prudente actuar en concordancia con lo que espera el mercado y lo que sugirió el comunicado correspondiente a la Reunión de marzo.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que su voto es por un recorte de la TPM de 50 puntos base en esta Reunión, manteniendo un sesgo a la baja en el comunicado.

Por otra parte, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que para terminar, no puede dejar de referirse a los comentarios del señor Ministro de Hacienda sobre el contenido de la Minuta de Opciones elaborada por la Gerencia División de Estudios.

Al respecto, indica que en relación a los temas de fondo que, en opinión del señor Ministro, la Minuta no aborda, precisa que quiere recordar que dicho documento contiene una estimación del nivel de la Tasa de Política Monetaria que posibilita la convergencia inflacionaria, concluyendo que dada la ampliación de brechas que ha tenido lugar, ésta no sería muy distinta del 1,5% que espera el mercado para mediados de este año. Agrega que este ejercicio es, sin duda, parcial, y que por ello debe esperarse a tener los antecedentes que surgirán de la elaboración del Informe de Política Monetaria de mayo para tener un diagnóstico más afinado.

En segundo lugar, el señor Vicepresidente señala que quisiera destacar que, sin importar cual sea la decisión que se adopte en esta Reunión, el Banco Central de Chile no puede ser acusado de pasividad, particularmente después de un ajuste de 600 puntos base en un trimestre. Precisa que es precisamente por la enorme magnitud de este ajuste que el Consejo consideró apropiado comunicar al mercado que en el futuro el ajuste de la Tasa de Política Monetaria se ajustaría a patrones históricos en cuanto a magnitud y oportunidad. Sin embargo, advierte que desea aclarar que este compromiso no constituye una camisa de fuerza, ya que si las condiciones externas y su impacto interno aconsejan adoptar ajustes más significativos, no le cabe duda que este Consejo va a tomar las medidas que la ocasión amerite.

El Presidente señor José De Gregorio señala que las cifras más recientes siguen denotando algo de mayor debilidad económica a la esperada durante el primer trimestre, principalmente por la sorpresa a la baja del IMACEC de febrero. Agrega que la inflación estuvo en línea con lo esperado por el mercado, aunque algo menos de lo que el Banco esperaba. Señala que en todo caso, las desviaciones no reflejan un cambio sustancial del panorama de debilidad esperado para todo este año. Al respecto, menciona que la inflación seguirá contenida y evolucionando de acuerdo a lo esperado, es decir, con una importante baja en los próximos meses, para luego situarse en torno al rango meta hacia fines de año e inicios del próximo. Indica que las cifras de salarios confirman un panorama benigno en materia inflacionaria.

Continuando con su votación, el señor Presidente hace presente que la situación internacional sigue muy debilitada, aunque las cifras en el margen así como los precios de los activos mostrarían que la recesión mundial estaría próxima a tocar fondo o al menos que las severas caídas observadas en los dos últimos trimestres no se estarían repitiendo. Con todo, advierte que hay que evaluar con mucha cautela el escenario internacional, pues las incertidumbres y riesgos siguen siendo excepcionalmente elevados, y aún no se advierten signos claros de que vaya a comenzar la recuperación en el curso del 2009.

Por otra parte, el Presidente señor José De Gregorio señala que internamente, la actividad sigue débil, aunque el cambio de signo del ciclo debiera estar observándose en este segundo trimestre, algo que al igual que en el escenario internacional presenta altos grados de incertidumbre.

Agrega que en los mercados financieros se han estado reflejando los efectos del significativo recorte de la Tasa de Política Monetaria, lo que debería permitir una recuperación más sostenida hacia el segundo semestre. En tal sentido, señala que la política monetaria está teniendo sus efectos en las tasas de colocación y en los próximos meses se debería reflejar en las cifras de actividad.

Señala que con todo, aún hay espacios para seguir aumentando el impulso monetario, tal como se preveía el mes anterior y, por lo tanto, se justifica seguir reduciendo la Tasa de Política Monetaria. Indica que la pregunta que enfrentamos hoy es de qué magnitud debiera ser este ajuste. Al respecto, el señor Presidente indica que 25 puntos base es muy bajo y no resultaría coherente con la magnitud de las brechas y el impulso monetario previsto, ni tampoco con llegar en el próximo par de meses a una tasa consistente con la actual posición cíclica de la economía, algo que cree debiera estar más cerca del 1% que del 2%. No obstante, y tal como lo señalara el comunicado de la Reunión de marzo, dada la desviación de lo que podría ser una tasa en la que nos detengamos en los próximos meses, los cambios debieran ser de magnitudes similares a los patrones históricos, los que se encuentran en el rango de 25 a 50 puntos base.

En su opinión, no es fácilmente descartable mantener un ritmo algo más rápido de convergencia de tasas reduciéndola en 75 puntos base. De adoptar esta decisión, se tendrían mayores espacios en la decisión de baja del próximo mes, y eso sin duda que es una ventaja de una actitud más agresiva. Sin embargo, una rebaja de ese tipo se desvía de los patrones históricos, lo que podría indicar que el panorama es significativamente peor de lo presupuestado hace un mes, lo que no es así, a pesar de las sorpresas de inflación y actividad. Agrega que si bien ha habido algunas desviaciones, no cree que sean de una magnitud y persistencia que ameriten cambiar la trayectoria ya anunciada de recortes de la tasa de interés. Precisa que, en todo caso, debiéramos mantener un sesgo expansivo.

El Presidente señor José De Gregorio destaca que las inéditas bajas de tasas de los meses anteriores permitieron al Banco adelantar el ajuste y mitigar los riesgos de escenarios mucho peores a los actuales. Lo anterior, es precisamente lo que permite volver a patrones históricos. Por lo tanto, el argumento para un ajuste de tasas mayor, basado en pequeñas sorpresas en el margen, no le parece que hoy día sea el más adecuado.

Señala que si bien la inflación medida en doce meses tendrá una volatilidad inusual debido en gran parte a los muy elevados registros mensuales del año pasado, una trayectoria de política monetaria con un mayor impulso, no debiera amenazar el cumplimiento de la meta de inflación en el horizonte de política. Indica que las holguras que se están generando han sido abordadas oportuna y agresivamente por las políticas monetarias y fiscal, lo que limita el riesgo de un escenario de inflación persistentemente debajo de la meta y, coincidiendo con la exposición del Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, recalca que de lo último que se le podría acusar al Banco Central de Chile, es de pasividad.

El Presidente señor José De Gregorio señala que sin duda el señor Ministro hizo una pregunta que también lo ha tenido bastante preocupado por muchos días, y pensando qué significa, más allá de los elementos tácticos, el volver a patrones históricos y cuál es la diferencia entre hacer el ajuste de una sola vez o hacerlo de inmediato. Indica que cuando los mercados financieros funcionan sin problemas debería dar lo mismo. En nuestro país, tampoco

podemos estar pensando que el mercado financiero y los arbitrajes no están operando, pero sin duda, dadas las dificultades, se podría pensar en adelantar el ajuste. De hecho, uno de los argumentos que le ha tocado exponer en el último tiempo, es que precisamente la muy severa baja de tasas pudo haber ayudado al traspaso de las Tasas de Política Monetaria hacia las tasas de colocaciones, por cuanto fueron significativas y evidentes, y la competencia en el mercado bancario debiera reflejar esas bajas de tasas. Sin embargo, considera que en esta oportunidad hay que dar tiempo para que continúen transmitiéndose las rebajas en la Tasa de Política Monetaria a las tasas de mercado y, por ello, indica que pareciera ser adecuado seguir con dosis importantes, pero sostenidas en el tiempo, las que darán mayor espacio para continuas rebajas en las tasas de colocación, y su efecto final sobre las tasas largas debiera ocurrir una vez concluido con el proceso de baja de tasas en un momento en que se pueda anunciar que las tasas bajas permanecerán por un tiempo prolongado.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio señala que su voto es por reducir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base y mantener el sesgo a la baja, pues el relajamiento monetario aún no ha concluido. En consecuencia, por votación unánime, el Consejo acuerda bajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base hasta 1,75%.

Para concluir, el señor Presidente señala que quiere exponer dos puntos finales. En primer lugar, recalca que el Banco Central de Chile no ha bajado 600 puntos base en tres meses, ya que con la decisión de hoy, el Banco va a haber bajado 650 puntos base en tres meses - del 10 de enero al 10 de abril -, algo difícil de encontrar en alguna otra experiencia. Además, indica que considera que hay que irse liberando de la referencia a los patrones históricos, porque si bien fue una referencia muy saludable para poder indicar que el grueso del ajuste ya se había hecho el mes pasado, en el futuro y cuando se empiece a escribir la historia, estima que los patrones históricos van a partir desde los 250 puntos base.

137-01-090409 – 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 50 puntos base, hasta 1,75% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,75% 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 y la incertidumbre persiste. Sin embargo, las bolsas han repuntado y los precios de los productos básicos, en particular el cobre y el petróleo, han subido.

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

En marzo, el conjunto de indicadores de inflación mostró presiones inflacionarias contenidas. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos. Se prevén registros de inflación anual reducidos en los próximos trimestres, mientras que las expectativas de inflación de mediano plazo se mantienen estables.

El Consejo estima que podrían ser necesarias reducciones adicionales de la TPM. Con ello, reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las17:30 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)