BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 133
celebrada el 8 de enero de 2009

En Santiago de Chile, a 8 de Enero de 2009, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

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

El Presidente señor José De Gregorio informa que el Ministro de Hacienda don Andrés Velasco Brañes no concurrirá a la sesión de la mañana, pero que sí lo hará en la tarde. Al mismo tiempo, señala que la fecha de la Reunión de Política Monetaria del mes de julio de 2009, se fija para el día jueves 9 de dicho mes.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, para que presente el análisis de la parte internacional.

El Gerente señor Sergio Lehmann informa que como punto destacado del escenario internacional, se puede mencionar el hecho que los mercados financieros internacionales han continuado mostrando una normalización gradual en las economías emergentes, en tanto dan cuenta de un acoplamiento al ciclo recesivo de las economías desarrolladas que parece más pronunciado de lo previsto. Agrega que los precios de los bienes agrícolas han aumentado, mientras que el precio del petróleo vuelve a retroceder tras el aumento significativo que tuvo la última semana.

Respecto a los mercados financieros internacionales, señala el señor Gerente que se exhibirán dos láminas que tradicionalmente se han traído a estas Reuniones, donde se aprecia que el *spread*, la *Libor*-OIS, que de alguna manera representa el premio asociado a las operaciones interbancarias, ha tendido a retroceder después de haber alcanzado niveles máximos en el mes de septiembre. Respecto a la volatilidad de los mercados, comenta el señor

Gerente que si bien todavía el *VIX* se mantiene relativamente alto en torno a 40%, ha mostrado un retroceso que aparece bastante significativo después de alcanzar niveles en torno a 80% hace un par de meses atrás.

Indica el señor Gerente que los premios por riesgo retroceden muy ligeramente en los mercados emergentes. Por su parte, en los premios por riesgo corporativo, se aprecian ligeras disminuciones, mientras que los premios por riesgo soberano también han tendido a caer en Asia, América Latina y Europa, tal como se observa en la gráfica que se presenta.

Menciona el señor Gerente que cabe destacar que los CDS también han mostrado retrocesos importantes. Señala que, haciendo la comparación de Chile con el resto de algunas economías de América Latina, el EMBI de Chile no se ve mostrando una caída a la par con la que han reflejado otras economías de esa zona. Sin embargo, al observar el CDS se aprecia que esa situación sí ha ocurrido en el caso particular del EMBI de Chile, pues está muy contaminado por los *spreads* de los bonos de Codelco que han estado bastante estables, lo que ha hecho, al mismo tiempo, que el EMBI de Chile se mantenga estable sin recoger la caída que otras economías han mostrado en las últimas dos semanas.

Respecto a la actividad y al sector laboral en Estados Unidos de América, comenta el señor Gerente que muestran un comportamiento acorde con una profunda recesión. Indica que en el día de ayer apareció el indicador que anticipa los premios que se publican mañana y que da cuenta que ha habido destrucciones de empleo más allá de lo previsto. De acuerdo a ese indicador, 600 mil empleos se destruyeron durante el mes de noviembre. Menciona que, por su parte, el ISR tanto manufacturero como no manufacturero se mantiene por debajo del pivote 50, con caídas bastante significativas, como se había destacado en otra oportunidad, ya que son los niveles más bajos que se registran en la historia. Indica el señor Gerente que efectivamente el ISR está bajo el pivote 50, pero mostrando un ligero repunte.

Señala el Gerente señor Sergio Lehmann que en materia de políticas monetarias tanto la FED como el Banco de Japón han adoptado una política que se ha llamado *quantitative easing*, orientada a agregados monetarios, y que en tanto la Zona Euro continuaría su relajamiento monetario. En el caso de Estados Unidos de América, menciona el señor Gerente que no se prevén cambios durante un período relativamente prolongado, es decir, continuarían tasas en torno a 0% durante bastante tiempo. Por su parte, indica el señor Lehmann que el Reino Unido en el día de hoy recortó su tasa en 50 puntos base, dejándola en 1,5% y que se esperan al menos dos recortes más de 50 puntos base, los que llevarían la tasa, de acuerdo a lo que los futuros anticipan, a un nivel de 0,5%.

Menciona el señor Lehmann que el cambio más importante en materia de expectativas de Tasas de Política Monetaria está representado por los futuros para la Zona Euro, que sí tienen una caída bastante importante. Esa situación se comentó hace un mes atrás, cuando aparecía bastante paradojal que el Presidente del Banco Central Europeo señor Jean Claude Trichet, planteara que existía la posibilidad que los recortes no fueran más allá de lo que la prudencia indicaba, lo que llevó a que se aplanaran bastante los futuros. Agrega el señor Gerente, que hoy día se aprecia una caída bastante importante, llevando a la Tasa de Política Monetaria en Europa a 1,5%. Señala el señor Lehmann que en la reunión del BCE de la próxima semana se espera un recorte de 50 puntos base acorde con ese perfil. Respecto a las tasas de interés de largo plazo, indica que estas se mantienen en niveles mínimos históricos, pero que, sin embargo, dan cuenta de un ligero repunte durante la última semana, tal como se aprecia para el caso de Europa y de Estados Unidos de América.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que dada la tendencia de los últimos meses de la Tasa de los Bonos del Tesoro americano, el último aumento parece

irrelevante, pero da la impresión que puede no serlo tanto, a causa de toda la discusión fiscal que existe hoy día en Estados Unidos de América. Consulta al Gerente señor Lehmann si dicha situación se condice con la mayor expectativa de tasa o si está reflejando algún ritmo particular respecto de la solvencia fiscal de Estados Unidos de América.

Sobre el particular, el Gerente señor Lehmann señala que dicha tasa reaccionó primero ante la información, aunque era predecible que parte importante del déficit fiscal iba a ser financiado con emisiones de bonos. Agrega que en el día de hoy o en los últimos dos días, el Congreso de los Estados Unidos de América dio cuenta de una estimación de su déficit fiscal para el año 2009 que se sitúa en torno a 8 ó 9%, que en parte está recogiendo dicha información y que durante las últimas dos o tres semanas ha habido una suerte de ajuste en los portafolios, las bolsas han tenido comportamientos algo mejores y eso ha llevado de alguna forma a rebalancear los portafolios de los principales agentes. Menciona que la tasa sigue en niveles históricamente bajos en torno a 2,5%, marginalmente cayendo durante los últimos días, es decir, no cambia de manera radical lo que son las perspectivas de tasa ni tampoco lo que son las perspectivas de actividad para 2009. Indica asimismo, que el Congreso de Estados Unidos de América también dio su proyección de crecimiento para 2009, junto con la estimación de déficit fiscal, y estimó una caída del PIB de 2,2% que de hecho es algo más malo de lo que estaba considerado en el escenario de crecimiento que se presentó hace dos días atrás.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que ya que se están analizando las tasas de interés de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos de América. Recomienda visitar el *blog* del señor Willem Buiter del Financial Times, quien escribió un largo artículo, casi académico, mostrando que Estados Unidos de América está encaminando hacia la insolvencia. Comenta el señor Consejero que se trata de una persona que se ha especializado en temas fiscales y que dice que con esos niveles de déficit, o tendrá que haber una salida inflacionaria, que también es complicada, y agrega una serie de opiniones que son interesantes. Menciona que al final los ajustes de tasa o de tipo de cambio pueden terminar siendo muy fundamentales y determinantes, dependiendo de la percepción que hay de la capacidad de pago o cumplimiento de los gobiernos.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan indica que, en línea con lo anterior, hay una clara reacción al alza de las tasas más largas en Estados Unidos de América, significativamente mayor a las más cortas. Asimismo, se observa una clara segmentación conforme va aumentando el plazo, lo cual es consistente con una visión de mayor riesgo de crédito que no se materializa en dos años, pero que sí se materializa en 5 ó 10 ó 20 años, y por otro lado, también los papeles de dos años son los más demandados por temas de liquidez. Entonces, señala que lo más probable es que la demanda se mantenga por eso, ya que se empina la curva significativamente desde las últimas dos semanas.

En materia de actividad, el Gerente señor Sergio Lehmann indica que, pensando a nivel global, aparece evidencia de un mayor acoplamiento del ciclo de las economías desarrolladas versus las economías emergentes. Comenta un gráfico de producción industrial donde no se ve algo muy evidente, pero en el último dato correspondiente a noviembre, se observa que presenta caídas bastante importantes. Menciona que se publicó también el dato de producción industrial de Alemania, que muestra una caída de 11%, es decir, está acoplada también Europa con el resto de las economías. Comenta que en el caso de China no se tiene la serie para construirla de la misma manera. Por lo tanto, simplemente se ponen las variaciones en doce meses, pero claramente la tendencia es la misma, es decir, una desaceleración bastante importante en materia de producción industrial. Señala que ese acoplamiento también se visualiza en las expectativas de las empresas y muestra las encuestas de productores. En los PMI e ISM de Estados Unidos de América se puede apreciar que para el dato de noviembre hay una perspectiva bastante negativa, lo que ocurre transversalmente

tanto en economías desarrolladas como emergentes. En cuanto a ventas de automóviles, indica que es bastante sincronizada la caída y muestra una amplia gama de países que denotan justamente este mismo fenómeno. Lo mismo se observa en materia de importación y exportación que caen al unísono, de acuerdo también a los datos para el mes de noviembre donde aparecen ambas cayendo de manera muy importante. Menciona que Alemania muestra una caída de 11% en el caso de las exportaciones y en el caso de las importaciones, caídas de 5%, es decir, claramente se tiene un fenómeno equivalente. Agrega el señor Lehmann que quiere destacar el caso particular del comunicado del Reino Unido que, al dar cuenta de su decisión de recortar la tasa en 50 puntos base, menciona que uno de los elementos que recoge justamente es una visión de que las economías hoy día están bastante sincronizadas en materia de su ciclo, lo que es algo en cierto grado novedoso.

Continúa su exposición el señor Sergio Lehmann, señalando que en cuanto a paridades, el dólar se deprecia ligeramente con respecto a las monedas de América Latina y al euro, pero que ha sido bastante volátil. Menciona que las monedas tendieron en algún momento a apreciarse y luego a depreciarse, es decir, hay un cierto movimiento importante en ese sentido. Respecto a *commodities*, agrega el señor Gerente que los precios de los bienes agrícolas han estado aumentando, registrando aumentos en torno 30% lo que es bastante significativo. Sin embargo, indica que los últimos días muestran una caída marginal, mientras que los combustibles vuelven a retroceder tras una seguidilla de alzas. Señala que en la gráfica que exhibe no se alcanza a recoger la caída particular que el precio del petróleo registró en el día de ayer, pero si se consideran los últimos tres días, se tiene un aumento de 8%. Recuerda sin embargo, que el precio del petróleo de todas formas ayer cayó 12%. Por lo tanto, todo este aumento que se estaba registrando en realidad se ha disipado completamente.

Indica el señor Gerente que en el caso del cobre también se ha visto un retroceso realmente importante en los últimos días, particularmente hoy, de 16%. En el caso particular del petróleo, se ha observado un aumento en las posiciones especulativas, es decir, parte del aumento que se había registrado hasta hace dos días atrás en el precio del petróleo está derivado de eso, y podría estar también apoyando lo que fue el aumento de las últimas dos semanas, pero no así la caída del día de ayer. En el caso del cobre no ha ocurrido lo mismo, es decir, se han mantenido las posiciones cortas en ese mercado.

Respecto de la inflación, comenta el señor Lehmann que ésta retrocede con fuerza en las economías desarrolladas y grafica la situación que se tiene en el caso de Estados Unidos de América y la Zona Euro. El primero, con 1,5% de inflación del IPC, y la Zona Euro también cayendo por debajo del nivel de 2% después de un período relativamente largo. En caso de Japón y el Reino Unido ocurre algo parecido; en cambio en algunas economías de América Latina no se ve esa situación pues presentan mucho mayor resistencia a la caída, como por ejemplo el caso de México que está subiendo, el caso de Colombia es bastante especial y también Brasil. Por su parte, sí se observan caídas importantes en Europa del Este, Asia y China y, claramente Chile también se ha sumado a esta tendencia a partir del último registro de inflación.

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

El Gerente señor Soto señala que el mercado financiero local vivió momentos de tensión importantes a fines de septiembre de 2008 e inicios de octubre del mismo año, lapso en que se instaló con fuerza una incertidumbre sobre la disponibilidad futura de financiamiento externo. Menciona el expositor, que el premio entre la tasa en dólares a tres meses en el mercado local y la tasa Libor, *spread on-shore*, subió hasta cerca de 500 puntos base. Por su

parte, el mercado monetario en pesos también se tensionó, con fuertes aumentos en las tasas de captación y en los premios pagados por depósitos a plazo en bolsa. Comenta el señor Gerente de Análisis Macroeconómico, que el Consejo del Banco Central de Chile adoptó un amplio conjunto de medidas para asegurar la normal provisión de liquidez en pesos y en dólares al sector financiero y puso término a fines del mes de septiembre de 2008, al programa de acumulación de reservas que había implementado. Indica que estas medidas y el descenso de las tensiones en los mercados externos, han permitido que el mercado monetario local haya vuelto a operar con normalidad, no obstante que las condiciones crediticias internas se han estrechado. Asimismo, comenta que las tasas de interés al público han aumentado más de lo que podría esperarse de la evolución de la Tasa de Política Monetaria, hasta septiembre pasado. Señala el Gerente señor Soto, que ello respondería a la mayor percepción de riesgo de crédito, en un entorno económico más débil y al cambio en los costos y plazos de las condiciones de financiamiento que se enfrentan en el exterior.

Hace presente el señor Gerente mencionado, que los efectos del cambio en el escenario macroeconómico ya se observan en las cifras del sector real. Agrega, que los datos del último trimestre del 2008 dan cuenta de una menor actividad, bastante más allá de lo previsto en el mes de noviembre de 2008. Señala que ello se ha manifestado en los componentes del gasto, más sensibles a los cambios en las condiciones crediticias, como el consumo durable, en especial, las ventas de automóviles nuevos, el gasto en bienes de capital, las ventas de viviendas nuevas y los indicadores de inventarios. Menciona que por sectores, los mayores efectos se observan en algunos indicadores del comercio, la industria y la construcción. Indica el Gerente señor Soto que así se estima que el PIB cerró el año 2008 con un crecimiento de 3,5%, cifra que está por debajo del rango de proyecciones de 4 a 4,5%, que se consideró en el mes de noviembre del mismo año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto comenta que el escenario global afectará el crecimiento económico chileno por varias vías. Por un lado, se espera que la crisis crediticia global y sus costos para el financiamiento en los mercados externos perduren por algunos trimestres, en particular porque el proceso de desapalancamiento en el sistema bancario global puede extenderse un tiempo prolongado, tal como se describe en el Informe de Estabilidad Financiera. Por otra parte, indica que el menor dinamismo de la demanda mundial afectará las exportaciones chilenas. Agrega que a lo anterior, se suma el posible impacto en las decisiones de gasto de empresas y personas, de la incertidumbre sobre el escenario macroeconómico.

Señala el señor Claudio Soto, que los menores precios de los productos básicos tendrán efectos contrapuestos. Asimismo, menciona que la caída en el precio del petróleo y sus derivados ha tenido un efecto directo en los precios internos de los combustibles, que ha hecho caer la inflación en los últimos meses. Ello podría traducirse, además, en una baja del costo de la energía eléctrica que atenúe parte de los aumentos producidos en años recientes. La baja en el precio del cobre hará descender el ingreso nacional, pero se estima que tendrá un efecto acotado en el PIB, toda vez que Chile ha reducido notablemente su dependencia cíclica del precio del cobre. Menciona que esto resulta de niveles de inversión a PIB aún elevados que, pese al esperable incremento del ahorro privado, deben ser financiados en parte por ahorro externo. Además, hace presente que esto es el resultado natural de la significativa disminución del ahorro público, cuyo financiamiento por el lado de las cuentas externas provendrá de modo relevante, tal como ha sido anunciado por el Ministerio de Hacienda, de los recursos fiscales acumulados en años recientes. Agrega el expositor, que el escenario base de este *IPoM* considera que el remanente de este déficit y los flujos de renovación de obligaciones con el exterior de corto plazo, que mantienen empresas y el sistema bancario, podrá ser financiado sin mayores tensiones, debido a la sostenida integración financiera de Chile, su solvencia y los niveles de liquidez externa acumulados.

Informa el señor Claudio Soto, que el crecimiento proyectado para el 2009 se da en un escenario en que varias economías, desarrolladas y emergentes, seguirán en recesión. Señala que hacia el 2010, en línea con el mundo, el Consejo proyecta que la economía chilena retomará tasas de crecimiento superiores, aunque aún por debajo de su crecimiento de tendencia. Existen amplios riesgos para este escenario, con un sesgo mayormente negativo, en especial por la alta incertidumbre sobre el desempeño de la economía mundial. Indica que podría darse un deterioro económico mundial mayor al previsto, que lleve a una deflación global aun con políticas monetarias extraordinariamente expansivas. Tampoco es descartable que el significativo impulso que están proveyendo las políticas económicas a nivel mundial termine por destrabar mucho más rápido que lo previsto los mercados de crédito, generando una expansión fuerte de la economía con un efecto relevante sobre la inflación. También puede darse una situación en que el deterioro de las posiciones externas de distintas economías lleve a una pérdida de competitividad del comercio a nivel mundial, que podría revertir en parte la creciente integración de los mercados que se ha dado en décadas recientes.

Por otra parte, señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que la inflación mensual del IPC se ha reducido de forma significativa en los últimos meses, en especial por la fuerte caída en el precio de los combustibles. Las medidas subyacentes y de tendencia, en cambio, siguen con tasas mensuales elevadas, en gran parte por la propagación de la alta inflación pasada y la indexación. La inflación anual del IPC ha comenzado a converger hacia la meta, llegando a 7,1% en diciembre del 2008. Indica, que en el escenario base, se prevé que la inflación anual del IPC se mantendrá en niveles elevados durante el primer trimestre del presente año, descendiendo rápidamente hacia 3% en la segunda mitad del año, y que luego fluctuará en torno a ese valor hasta fines del horizonte de proyección, el último trimestre del 2010. La inflación IPCX1 tendrá un descenso algo más lento que la inflación IPC, en gran parte porque la propagación de la inflación impacta más en este índice y la caída en los precios de los combustibles no se refleja de modo directo. Menciona que este escenario es coherente con las expectativas de mercado tanto para la inflación como para la Tasa de Política Monetaria. En el primer caso, las distintas medidas de expectativas de inflación han mostrado caídas relevantes desde septiembre de 2008 a la fecha, destacando que las compensaciones inflacionarias se ubican por debajo de 3% a dos años plazo. Asimismo, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria han reducido el nivel proyectado de dicha Tasa en un plazo de un año y, además, han adelantado la fecha a partir de la cual estas reducciones comenzarán a materializarse.

Comenta el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, que la convergencia de la inflación a 3% se fundamenta en varios supuestos. Por un lado, que las ya mencionadas holguras de capacidad reducirán las presiones inflacionarias y, por otra parte, el supuesto de trabajo de que, en el horizonte de proyección de dos años, el tipo de cambio real, bajará de sus niveles actuales. Lo anterior, dada la evaluación de que se ubica por sobre los valores que se estima son coherentes con sus fundamentos de largo plazo. Además, se suma el supuesto de que los costos laborales unitarios crecerán a tasas acordes con la meta de inflación, lo que se vería apoyado por una dinámica salarial moderada que no refleje en su totalidad el aumento de la inflación pasada, sino que más bien considere como determinante fundamental el retorno de la inflación a la meta.

Continúa su exposición, señalando que la inflación anual sigue alta y los riesgos del escenario macroeconómico son significativos. Señala que a las dudas sobre el escenario externo y su efecto en la economía chilena, se agrega que no es posible descartar que la inflación persista elevada más tiempo del previsto, ni tampoco que caiga mucho más rápido que lo anticipado. El esquema de políticas económicas chileno, entre ellas la política monetaria, cambiaría y la política fiscal basada en reglas, está orientado y tiene la capacidad de ser

utilizado como herramienta contracíclica, en especial, ante un *shock* como el actual, de origen exógeno y magnitud muy significativa, preservando la estabilidad de precios y la sostenibilidad de mediano plazo. Menciona el señor Soto que la economía chilena no será inmune a los eventos externos. Pese a ello, indica que el Consejo tiene la convicción de que el país superará adecuadamente su impacto, dado que la economía se ha preparado por muchos años para enfrentar períodos como los actuales, y se han creado mecanismos para mitigar sus costos.

En relación a la información entregada por el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto, relativa a actividad, especialmente en cuanto a los resultados del Imacec de noviembre de 2008, que presentó cifras inferiores a las proyecciones considerabas por el Banco y también, de aquéllas que tenía el mercado, el Consejero señor Sebastián Claro señala que le llama la atención el incremento que se produce en el sector no transable, porque al mismo tiempo el sector comercio, que es no transable, presenta una baja, e igual sucede con la construcción. En consecuencia, consulta el Consejero señor Claro cuál es el sector no transable que estaría impulsando esta situación.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, respondiendo a la consulta formulada por el señor Consejero, señala que se hizo una clasificación a todos los sectores industriales y el sector no transable consideraba cigarrillos, porque el consumo de éstos se ubica, principalmente, con producción doméstica. Agrega, que existe una exportación puntual de cigarrillos a Ecuador que es bastante significativa y que está explicando ese *peak*, y por lo tanto, se ha mantenido esta nomenclatura, pero en realidad ello no corresponde porque no son servicios sino que producción de bienes.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta si el Índice de Percepción Económica considera el anuncio de las últimas medidas económicas planteadas por el Ejecutivo. El Gerente señor Claudio Soto hace presente que no se considera en estos datos el efecto de las medidas anunciadas.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si las últimas cifras están corregidas por variación de inventarios y si están consideradas desde la perspectiva de las importaciones de bienes de consumo o desde el punto de vista de los consumidores. El Gerente señor Soto señala que esa información corresponde a importaciones de bienes de consumo. Agrega que se trata de la percepción respecto al nivel de existencias, es decir, si están por sobre o debajo de lo deseado. En general, esos datos habían estado fluctuando en un nivel más o menos estable. Sin embargo, en los últimos datos se observa un aumento importante de la percepción de existencias, por sobre las deseadas y eso se mantiene en el dato en el margen. Comenta que el último dato corresponde al mes de noviembre y está en línea con perspectivas en general más pesimistas del sector empresarial. Asimismo, señala que por el lado de los datos duros se aprecia información de importaciones de bienes de capital y no se percibe una desaceleración marcada de lo que ya se conocía.

El Presidente señor José De Gregorio señala que le parecen extraños esos datos porque si la estimación de PIB baja de 2 a 1,5% incluyendo las medidas fiscales adoptadas, o sea, sin paquete fiscal hubiera caído a 0,5%. Agrega que esa estimación de crecimiento de 1,5% en el primer trimestre es superior a la considerada por el Banco, ya que en la encuesta se asume un crecimiento de 1,1% durante ese mismo período.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García, sobre el mismo tema expresa que él pondera poco la proyección que da la encuesta para la estimación del PIB del primer trimestre, ya que todo el esfuerzo del sector privado se concentra en proyectar el Imacec y ajustar la estimación del año y que para proyectar el trimestre se requiere de un modelo más acabado y en su opinión el foco no se encuentra ahí.

El Consejero señor Enrique Marshall hace presente que le extraña la caída en la construcción, por la forma como se construyen esos datos que se tienden a suavizar. El Gerente señor Claudio Soto señala que existen efectos base muy importantes que considerar, ya que en el 2008 se produjo una tasa de crecimiento de 10% en el trimestre y se han observado crecimientos elevados que tendrán un efecto base muy importante en el referido sector construcción.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que se ha discutido este tema, pero cuando se tiene un *shock* como el que se produjo el cuarto trimestre del año pasado, se debe efectuar un juicio respecto si ese *shock* rebotará, si se trata de un *shock* en la cantidad y después se apreciarán tasas de variación igual a las anteriores, pero persiste una pérdida para siempre, o si se trata del inicio de una aceleración, que resulta una cosa distinta. En consecuencia, lo que se está suponiendo es que no existe rebote prácticamente en el primer trimestre, como tampoco desaceleración. Hace presente que valdría la pena revisar históricamente cuál ha sido la situación cuando ha habido "chantones", que constituyen momentos muy particulares, puesto que tiene la impresión que ha habido una reducción en velocidad en la tasa de crecimiento.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que en el modelo que se exhibe se compara la proyección actual con lo que sucedió el tercer trimestre de 1998 y con el tercer trimestre del año pasado, y de ello se desprende que efectivamente se tiene un pequeño rebote en el sentido que hay una velocidad levemente positiva el primer trimestre de 2009. El año 1998 en cambio, la velocidad del cuarto trimestre fue más negativa de lo que se está apreciando ahora y la velocidad del primer trimestre fue nuevamente negativa, a diferencia de lo que se está proyectando en la actualidad.

El Gerente de la División Estudios señor Pablo García, complementando lo anterior, indica que ello supone que el tercer trimestre de 2008 es comparable con el tercero de 1998 y no que el cuarto trimestre de 2008 es comparable al tercer trimestre de 1998, en términos del momento donde ocurre el *shock* crediticio.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que no se trata de un *shock* crediticio sino que de expectativas, porque en el fondo es un tema interno donde el sector privado se ajusta a un nuevo escenario de largo plazo y cambia su comportamiento de manera muy discreta, pero no se trata de un cambio en el margen. Agrega que si esa es la hipótesis, él recuerda que el año 1998 se produjo una desaceleración, o sea, se produjo un "chantón", una caída y después continuaron varias caídas para después recuperarse. Igualmente el año 1982 sucedió lo mismo.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, sobre el mismo tema indica que en su opinión en el año 1998 se deterioró bruscamente el riesgo de todos los deudores de manera muy violenta, que no es la realidad actual. Sin embargo, señala que en el día de ayer conversando con un empresario mediano o pequeño de la construcción, le comentó que era curioso lo que había sucedido en el mes de noviembre, puesto que repentinamente a todos los proveedores de insumos les cortaron el crédito y solo aceptaban las compras con cheque, y la razón que se les dio fue que esas decisiones venían desde afuera, y por consiguiente, se terminó el crédito a proveedores, al menos para pequeños y medianos empresarios, lo que produce un perjuicio en las expectativas de los empresarios.

En cuanto al mercado laboral, informa el señor Claudio Soto que se aprecia un pequeño aumento en la tasa de desempleo desestacionalizada. La fuerza de trabajo sigue creciendo a las mismas tasas que venían observándose, no obstante que el empleo ha tendido

a caer. Agrega que se aprecia una velocidad negativa en el empleo, por primera vez durante el año, desde fines de 2007. Asimismo, señala que en la tasa de crecimiento todavía no se ve reflejada la velocidad negativa del empleo, pero podría empezar a observarse tasas de crecimiento más bajas y salarios nominales que crecen a una velocidad que está en medio punto y con eso los salarios reales siguen creciendo a tasas negativas interanuales.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que debe tenerse cuidado con esa expresión porque corresponde al dato del mes de noviembre en que se tenía otra inflación interanual. Indica que si se proyecta en cualquier supuesto la evolución de los salarios nominales a diciembre, por la menor inflación de ese mes, lo más probable es que ya estén creciendo a tasas reales en diciembre. Agrega el señor Consejero que esa situación no cambia si el diagnóstico es en términos de evolución nominal y entiende que en algún momento se dijo y se anticipó que esa situación se iba a revertir y que durante algún tiempo los salarios reales iban a crecer, pero ya nos encontramos en ese escenario.

Sobre el comentario efectuado por el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Soto en cuanto a que por primera vez existe una velocidad de crecimiento del empleo negativa, el Consejero señor Manuel Marfán hace presente que lo que observa es que las cifras de empleo se presentan en trimestres móviles, lo que significa que en noviembre hubo una caída que se mantendrá durante dos meses más porque los datos de noviembre quedan incorporados en un trimestre móvil durante tres meses. Por consiguiente, consulta cómo se puede obtener información de una velocidad mensual con trimestres móviles y si ello es posible estadísticamente. El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que en el ejercicio se compara noviembre con agosto y la información depende de cuán anómalo haya sido el mes de agosto. Hace presente que mañana se efectuará una reunión del Comité Asesor de Estadísticas en el INE, ocasión en que se presentarán los avances efectuados respecto a la nueva encuesta de empleo. Agrega que se trata de un proyecto que se viene trabajando desde hace varios años y allí se verán con mayor precisión las cifras definitivas. Con las nuevas cifras, señala que si se siguen las tendencias de lo que se ha discutido con este Comité Asesor durante casi un año y medio, la nueva encuesta presentaría un mayor desempleo que la encuesta actual, debido a los cambios en la forma como se define el desempleo. Estas diferencias se deben a un cambio en el cuestionario y que en todo caso existirá un empalme entre ambas mediciones.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que a su parecer se está cambiando la definición de desempleo y por consiguiente, desde el momento que la pregunta es diferente, eso tiene efectos estadísticos, lo que es equivalente a que se estuviera midiendo que pasó de grados Celsius a grados Fahrenheit.

Respecto a inflación, el Gerente señor Claudio Soto señala que ésta cerró el año con una variación de 7,1% y con ello las velocidades continúan disminuyendo. Comenta que en el caso de las inflaciones del IPC, IPCX e IPCX1, dichas velocidades son promedios móviles, así que, en este caso, se aplica la misma razón de lo que se estaba discutiendo en el caso del empleo y por ello la velocidad del IPC total se observa todavía alta. Indica por otra parte, que la velocidad mensual del IPCX1 muestra una desaceleración importante. Igualmente sucede con varias medidas de tendencia inflacionaria en que se aprecian algunas velocidades que retroceden durante varios meses.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta que si no se sabe qué es lo que mide la velocidad de trimestres móviles, por qué se mide la inflación de la misma manera.

El Presidente señor José De Gregorio señala que sí se sabe lo que se mide, lo que sucede es que se desconoce lo que pasa con el dato mensual en el margen.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que lo que se aprecia en los gráficos que se exhiben es que el trimestre octubre – diciembre muestra una desaceleración, pero en realidad ella se produce porque diciembre se desaceleró fuertemente respecto de septiembre. Por tanto, si este ejercicio se hiciera mensual, sería mucho más errático, pero mostrarla probablemente una velocidad negativa, el IPC de todos modos, como asimismo también probablemente el IPCX1.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que para las proyecciones se supone un tipo de cambio que parte de un nivel más apreciado del que se tenia en la Reunión de Política Monetaria anterior, pero que se observa de manera más paulatina en este exponente, con un escenario de mediano plazo y con un precio de la gasolina también menor y con menor incidencia de los perecibles y con esa proyección se llegaría a una inflación de 4,4% a junio. Agrega que esta proyección también incorpora el precio de la locomoción colectiva en febrero y en marzo.

Con respecto a lo anterior, el Gerente de División señor Pablo García señala que para efectos del *IPoM*, se está considerando un incremento de 40 pesos, que es lo que se ha comunicado públicamente, pero no se está precisando respecto de ningún mes en particular.

El Presidente señor José De Gregorio consulta en cuánto incide en el IPC ese incremento en las tarifas. El señor Claudio Soto señala que 10% de aumento son tres décimas. El Consejero señor Manuel Marfán agrega que serían tres décimas respecto de si el valor no subiera, pero son menos tres décimas si es que la tarifa hubiera subido normalmente en forma paulatina y, por consiguiente, lo que interesa es la diferencia de la normalidad.

El Gerente señor Claudio Soto sobre el particular comenta que debe considerarse otro supuesto que le parece importante destacar. Indica que cuando se hizo el anuncio de los cambios de los parámetros, en el fondo, el cambio en la reducción de impuesto específico a los combustibles, se supuso que parte de éste se devolvería si es que el promedio acumulado del precio del WTI bajaba desde un cierto nivel y eso se empezaría a devolver en la medida en que se acumule una cierta cantidad de meses con un precio promedio debajo de ese nivel. Agrega que de acuerdo a las estimaciones de la Gerencia de División de Estudios, esta situación comenzaría a ocurrir aproximadamente en el mes de junio.

El Gerente de División señor Pablo García señala que internacionalmente los alimentos del X1 han subido, pero en términos de nivel siguen estando debajo de la época en que se observó la mayor inflación. Agrega que con anterioridad, hasta la proyección del *IPoM* de septiembre, se suponía que para el año 2009 aún quedaría algún rezago de mayor inflación de alimentos. En esta oportunidad se está suponiendo que la mayor inflación está algo más baja, lo que se ha observado en algunos productos como el arroz y la leche, y el pan que baja del orden de 5 pesos por mes.

Respecto a las expectativas de mercado, el Gerente señor Claudio Soto menciona que el crecimiento para 2009 se ubicaría en 2%. Por su parte, las expectativas de inflación han seguido cayendo, las compensaciones a más largo plazo se mantienen en torno a 4%. Sin embargo, las de uno en uno han caído de manera importante desde la última Reunión de Política Monetaria. Agrega que lo que se observa en las encuestas tanto de las mesas de dinero como de la encuesta de expectativas económicas, es que han caído también respecto de la última Reunión de Política Monetaria.

Por otra parte, señala que de acuerdo al cálculo de la curva *forward*, el mercado estaría esperando que la Tasa de Política Monetaria tuviese una reducción de 200 puntos base

a mayo y, de acuerdo a esta misma estimación, hacia fines de 2009 la Tasa estaría algo por sobre 5,6%.

Comenta el señor Soto que para esta Reunión el mercado espera mayoritariamente una reducción. En este aspecto se aprecia entre la encuesta de *Reuters* y la de Bloomberg. Esta última estima una reducción de 50 puntos base, mientras que la de Reuters la mayoría de los encuestados supone que será de 75 puntos base, y la encuesta de expectativas también supone una reducción de 75 puntos base.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra para comentarios. El Consejero señor Manuel Marfán consulta qué ha sucedido con los *spread* con relación a las tasas de interés interbancarias.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales señor Matías Bernier señala que se ha entregado un gráfico que muestra lo que se había anticipado hace algún tiempo en el sentido que se acabó la estacionalidad y que el apetito relativo por liquidez propio de fin de año ha caído, acentuado además por la caída de la *swap* y de la *prime*. Lo anterior ha producido que finalmente el *spread* haya caído, no a los niveles históricos, pero a lo menos, a los niveles existentes con posterioridad a las medidas adoptadas en el Banco en el mes de octubre.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta cuáles son las posibles trayectorias de Tasa de Política Monetaria que llevan al promedio del primer trimestre y que está implícito en el *IPoM*. Agrega que entiende que esas posibles trayectorias son infinitas, pero lo que quiere recalcar con su consulta es, que el promedio del primer trimestre debiera ser de 5,4%. Sería equivalente a que hoy día se decidiera 5,4% con sesgo neutral y se mantuviera en febrero y marzo. Señala que no es a dónde tiene que llegar a fines del trimestre, sino cuál tiene que ser el promedio del trimestre. Para poner una cifra, comenta que si se bajara por ejemplo la tasa en 100 puntos base por tres veces seguidas, se estaría por sobre el promedio de lo que recomienda el modelo. Con ello, no se está diciendo que el ejercicio esté bien o mal. Agrega que sabe que no se puede responder dicha pregunta, ya que si el modelo fuera mensual en vez de trimestral, estaría recomendando probablemente una baja muy brusca en esta Reunión para después efectuar bajas menores hacia futuro, porque no tiene inercia, ya que cuando ésta existe, se decide por la tasa que sería correcta de mantener de ahí en adelante.

El Presidente señor José De Gregorio advierte que la inercia puede estar en la política o en la estructura del modelo que hace que el resultado óptimo tenga inercia. Agrega que incluso si se elimina la inercia a la regla, daría lo mismo ajustar la tasa inmediatamente. Indica que parte de estos movimientos, incluso en este caso, porque no se considera esto inmediatamente, es precisamente porque hay dinámica y en consecuencia, se va ajustando rápidamente a lo que se ve en el futuro atendida esa dinámica.

El Gerente de División señor Pablo García comenta que por las razones que se han señalado, la discusión de reglas óptimas es útil, porque permite conocer si la inercia de la Regla de Taylor que se usa es producto de inercia en preferencias o de algún componente estructural.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que por la razón antes señalada ha planteado que si el modelo fuera mensual, probablemente tendría una primera caída brusca y después se producirían caídas menores por la inercia del modelo.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que desea efectuar un comentario respecto al modelo, en el sentido que éste nada está recomendando ya que hay infinitas trayectorias. Agrega que la conclusión que tiene es que una de dichas trayectorias tiene cierta inercia de una regla de comportamiento y ésa no lleva a tres y por lo tanto, se supone que hay

otra regla de comportamiento que finalmente lleva a tres al final de dos años, sin embargo hay infinitas de esas reglas. En consecuencia, señala que como no es la única regla, no usaría la palabra recomendación para decir que esa es la regla que lleva a tres, si ese es el objetivo.

El Asesor del Ministro de Hacienda señor Luis Felipe Céspedes menciona que lo central de la discusión si la tasa llega a 3 % le parece irrelevante porque al final de cuentas lo que se realiza es operativizar la Tasa de Política Monetaria de forma tal que la inflación converja a 3% en el horizonte de política. Agrega que existen, sin lugar a dudas, infinitas trayectorias, algunas más eficientes que otras. En su opinión, intuitivamente la trayectoria óptima seria aquella tasa de política que responde a los *shocks*, y por lo tanto se acerca mucho más al concepto de lo que el Consejero señor Manuel Marfán ha señalado. Comenta también que de hecho la discusión teórica respecto a la tasa de interés dice relación con otras materias, entre otras, la predictibilidad de la política monetaria y la credibilidad de ella.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que se sabe que los modelos son abstracciones que no consideran una serie de otras variables. Agrega que los planteamientos que ha escuchado en estos años se refieren a que normalmente la Gerencia de División Estudios presenta al Consejo una propuesta que es bastante mecánica, en que existen algunos elementos juiciosos en los supuestos, pero no los hay en el resultado de las tasas que entrega el modelo. Indica asimismo que a partir de ello se ordena el análisis y tiene la impresión que su análisis no ha sido nunca mecánico en el sentido de seguir estrictamente lo que sugiere el modelo. Sin embargo, estima que no corresponde desacreditar la utilidad de la existencia de los modelos, porque detrás de ellos existe mucha experiencia acumulada.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 133.

El Presidente señor José De Gregorio da la bienvenida al señor Ministro de Hacienda quien se incorpora en este acto a la Sesión de la tarde.

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

El señor Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó mantener la Tasa de Política Monetaria en 8,25% anual, estimando en el escenario más probable, que se iniciaría un proceso de relajamiento monetario, cuyo ritmo dependería de las perspectivas para la inflación.

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

Menciona el Gerente de División Estudios que en el ámbito internacional, a pesar de que se han continuando disipando las tensiones en los mercados interbancarios, las turbulencias y la volatilidad siguen presentes y las primas por riesgo crediticio no muestran cambios significativos.

Señala también, que las perspectivas de mercado para el crecimiento global se han vuelto a corregir a la baja, a partir de las muy negativas cifras del mes de noviembre sobre crecimiento industrial y de expectativas en diversas economías, desarrolladas y emergentes. Agrega que los precios de los *commodities* han seguido cayendo y han tenido vaivenes importantes en el mes, aunque su nivel sigue siendo claramente menor al de hace unos meses.

Menciona el Gerente de División Estudios señor Pablo García que localmente, los mercados monetarios han continuado funcionando bien, incluso con caídas significativas de los *spreads*, revelando una situación de liquidez normal. Indica que de hecho, las facilidades de provisión de liquidez en dólares ofrecidas por el Banco Central de Chile no han sido utilizadas. El peso se ha fortalecido. Las condiciones crediticias internas y externas siguen siendo estrechas.

Señala el señor Gerente de División Estudios que las cifras internas de actividad y demanda interna han revelado un escenario macroeconómico de corto plazo, claramente peor que el previsto en el escenario de actualización de proyecciones, principalmente por las caídas en la producción industrial, las ventas y otros indicadores del comercio durante el mes de noviembre de 2008. Asimismo, agrega que aunque la información preliminar para diciembre de 2008 sugiere que este debilitamiento no se habría acentuado, la reversión prevista para el primer trimestre de este año no alcanza a compensar el efecto en holguras.

Indica el Gerente de División señor García, que el Gobierno anunció un número de medidas fiscales de magnitud sustancial, de carácter transitorio, que deberían incidir positivamente en el nivel de actividad del año 2009.

Manifiesta el Gerente de División Estudios que la inflación de noviembre de este año fue muy negativa, bastante más de lo esperado por el mercado y por las proyecciones internas, lo que no solo se vinculó al precio de los combustibles. Agrega asimismo, que las medidas de expectativas de inflación volvieron a caer de manera significativa, ubicándose la expectativa a 12 meses de la Encuesta de Expectativas Económicas, en 3,5% y las compensaciones inflacionarias a plazos de uno a dos años por debajo de 3%.

Comenta el Gerente de División Estudios que el mercado anticipa para esta reunión una reducción de la Tasa de Política Monetaria, de entre 50 puntos base y 100 puntos base.

Indica el Gerente de División señor García que el principal antecedente para la Reunión de hoy, es la configuración de escenarios base y escenarios de riesgo discutidos para la preparación del *IPoM* de enero. Señala que varios aspectos destacan de estas discusiones.

Señala el Gerente de División Estudios que la actualización del escenario base, previa a la divulgación de las medidas fiscales, considerando por tanto solo la situación de corto plazo y el nuevo escenario internacional, sugiere que la ampliación de brechas durante los próximos dos años es muy significativa, en especial, por el aumento que se habría observado en el último trimestre de 2008, lo que reduce de manera muy importante la inflación subyacente hacia fines del horizonte de proyección. Asimismo, indica que la reacción de política monetaria en este escenario, de acuerdo con los patrones habituales de persistencia supuestos, es insuficiente para hacer retornar la inflación a la meta en el horizonte de política a pesar de que acumula una relajación sustancial durante 24 meses.

Por otro lado, el señor García menciona que la incorporación del paquete fiscal en este escenario de riesgo, evita una ampliación brusca de las holguras de capacidad durante el 2009. Agrega que, de todos modos, incluso considerando la reacción de política monetaria de acuerdo con los patrones habituales de persistencia, la inflación se estabiliza en torno a 2% a fines del horizonte de proyección.

Indica el Gerente de División Estudios que los puntos anteriores sugieren que, en el escenario base, se requiere de una acción de política monetaria más agresiva que lo habitual en el corto plazo, de forma de generar el suficiente estímulo monetario para evitar que la

inflación se ubique por debajo de 3% hacia fines del año 2010. Agrega el señor García que los ejercicios presentados en las discusiones del *IPoM* sugieren, en el escenario base, una relajación de la Tasa de Política Monetaria que la lleva a niveles del orden de 5% en el segundo trimestre de este año, por debajo de la tasa neutral y deshaciendo rápidamente los 200 puntos base de incremento que se decidieron entre mayo y agosto de 2008. Agrega también, que en este entorno, la inflación se ubica algo por encima de 3% hacia fines de este año y el PIB crece 2,5%.

Por otro lado, el señor García menciona que el escenario base que se ha discutido para el *IPoM* motiva entonces que las opciones más plausibles para esta Reunión sean justamente aquéllas que permitan un ajuste monetario considerable en lo inmediato. Hace presente el señor García que, por de pronto, este criterio lleva a descartar una baja de 25 puntos base. Una reducción de 50 puntos base, que se vea seguida por 50 puntos base en cada Reunión hasta junio de 2009, lleva a una Tasa de Política Monetaria promedio por sobre el criterio de ese escenario base.

Hace presente el Gerente de División Estudios señor García que, dejando por ahora de lado la consideración de escenarios alternativos, el escenario base entonces sugiere que en esta Reunión las opciones centrales más plausibles de considerar, y que están dentro de lo esperado por el mercado, son una reducción de 75 puntos base o 100 puntos base.

Asimismo, señala que por supuesto, y como es habitual, la probabilidad que se materialice exactamente lo que se considera en el escenario base es muy reducida, en particular en el entorno actual de elevada volatilidad e incertidumbre. Agrega que los ajustes a la baja en las perspectivas de corto plazo locales y globales de crecimiento e inflación han sido muy sustanciales, y de repetirse hacia el primer trimestre de este año, perfectamente pueden hacer que las holguras de capacidad sigan ampliándose, llevando el crecimiento para el 2009 hasta 1% o menos, haciendo que la convergencia de la inflación a 3% se dé a mediados de año y que en el horizonte de política la inflación esté por debajo de 3%. Destaca el señor García que ello sugeriría un nivel para la Tasa de Política Monetaria significativamente por debajo de una instancia neutral, en el muy corto plazo.

Menciona también el Gerente de División Estudios señor García, que por otro lado, el entorno financiero internacional puede normalizarse y el crédito destrabarse muy rápido, empujando al alza el crecimiento mundial, los precios de *commodities* y la inflación, amortiguando los efectos negativos que se han visto sobre el sector real en Chile, pero también evitando una desinflación pronunciada. Señala que el efecto de la política fiscal puede ser mayor o menor que el supuesto, debido a la incertidumbre sobre cómo reaccionará el sector privado a las mayores transferencias y reducciones impositivas. Indica que aunque las medidas fiscales son de carácter transitorio, no se puede descartar que tengan un grado de persistencia mayor, dado que por razones naturales falta por definir el marco fiscal de mediano plazo. Hace presente que el canal de transmisión de la política monetaria está friccionado, lo que sugiere ajustes más grandes.

Indica el Gerente señor García que los vaivenes de las paridades internacionales, la aún elevada incertidumbre financiera global y las naturales dudas respecto de cómo absorberá el mercado la combinación de cambios abruptos en la política monetaria, la política fiscal y su financiamiento, introducirán probablemente grados importantes de volatilidad en el tipo de cambio. Menciona que por último la interpretación que se hace de la información que los datos de diciembre entregaron sobre el ritmo de desinflación de la tendencia de los precios puede ser equívoca, en cualquier dirección, sobre todo si se considera que a partir de enero de 2009 la medición del IPC se realizará utilizando la nueva canasta.

Hace presente el señor García, que más que cargar la balanza hacia 75 puntos base o 100 puntos base, la consideración de los costos de que se materialicen escenarios alternativos como los planteados puede justificar considerar un ajuste de 50 puntos base o más abruptos que 100 puntos base, siguiendo en este segundo caso una reacción de política monetaria similar a la que han realizado otros bancos centrales de economías con metas de inflación que, aunque no han tenido crisis bancarias, sí han sufrido los embates de la crisis global.

Señala el señor Gerente de Estudios, que desde el punto de vista comunicacional y táctico, una reducción de 75 puntos base o 100 puntos base probablemente no sería muy sorpresiva, indicando que las presiones inflacionarias van reduciéndose. Asimismo, menciona que un ajuste de 50 puntos base señalaría que, a pesar de las reducidas expectativas privadas de inflación, el Consejo percibe que aún queda camino por recorrer para reducir la inflación actual a 3%. Estima el señor García que un ajuste mayor a 100 puntos base, al estar fuera de las perspectivas del sector privado, indicaría o que el escenario base del *IPoM* es muy distinto al considerado por el mercado en términos de inflación y crecimiento o bien que existen riesgos relevantes que se materialice un escenario peor que el considerado como base.

Hace presente el señor García, que al igual que en otras ocasiones, la inclusión de un sesgo es un elemento central de la comunicación de la política monetaria. Agrega que como se mencionó, el escenario base sugiere fuertemente la inclusión de un sesgo en el caso de optar por alguna de las opciones centrales, 75 puntos base o 100 puntos base. Asimismo, señala que opciones más extremas, en términos de una reducción más abrupta que 100 puntos base, debilitan naturalmente la necesidad de incluir un sesgo por un argumento de continuidad. Señala también el señor Gerente de División Estudios que una reducción de 50 puntos base, en el escenario considerado, requeriría incluir un sesgo que apunte a reducciones más agresivas en el corto plazo, lo que puede ser difícil de comunicar. Hace presente el señor García que, en todo caso, en el *IPoM* se pueden entregar con mayor claridad antecedentes respecto del nivel objetivo para la Tasa de Política Monetaria y los riesgos asociados.

Finalmente, el Gerente de División Estudios señor García agrega que como ya se mencionó, una reducción de 75 puntos base o 100 puntos base y, en menor medida de 50 puntos base, probablemente no sorprenda demasiado al mercado. Agrega que una reducción mayor puede motivar controversia y confusión respecto de la forma de conducción de la política monetaria si no se precisa, al mismo tiempo, el nivel objetivo para la Tasa de Política Monetaria y los plazos en que se quiere alcanzar.

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 Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que quiere destacar tres frases expresadas en esta Reunión, ya que concuerda plenamente con el análisis que ha efectuado la Gerencia de División Estudios. Agrega, que el deterioro de la situación internacional ha sido muy marcado como asimismo, el deterioro de la actividad local. Comenta el señor Ministro que se esperaba que esto ocurriera, destacando que ha sido más pronunciado y más temprano de lo que en algún momento se previó. Señala que la política fiscal sería parte de la labor de contrarrestar este deterioro más pronunciado de lo esperado en la demanda agregada, pero evidentemente, no pretendería ni podría hacer toda esa labor, ni tampoco le correspondería.

El señor Ministro de Hacienda señala que como consecuencia de lo expuesto en esta Reunión, las opciones que ha presentado la Gerencia de División Estudios para la decisión

del Consejo, le parecen correctas. Asimismo, hace presente que le parece bastante notable de qué manera el consenso del mercado ha variado en el curso de un mes, hacia la expectativa de una reducción agresiva de la tasa. Indica el señor Ministro de Hacienda, que dentro de las dos opciones propuestas, entre otras cosas y por los argumentos que se han señalado en oportunidades anteriores y, considerando el riesgo de equivocarse en una dirección y los costos potenciales que ello implica, considera que lo más aconsejable en esta oportunidad, es una inyección o un impulso monetario mayor, atendido lo que ha ocurrido durante el transcurso del último mes.

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

El Consejero señor Sebastián Claro señala que la evidencia acumulada sobre la economía internacional, los datos de actividad domestica y las perspectivas de inflación a corto y mediano plazo, confirman un escenario en el que se requiere un cambio en la Tasa de Política Monetaria.

Manifiesta el Consejero señor Claro que se ha consolidado una marcada menor proyección de inflación para los próximos trimestres, lo que constituye la principal justificación para iniciar una rebaja de tasas de interés. Las menores expectativas de inflación han producido un ajuste al alza en las tasas de interés reales que no es congruente con el escenario macroeconómico que se enfrenta. Comenta que esta rebaja debe ser importante, de manera de asegurar que la demanda y actividad sea consistente con las nuevas condiciones, que no genere un ajuste excesivo en la economía chilena que sea inconsistente con sus fundamentales y, que genere una caída indeseada en la inflación. Agrega que al mismo tiempo, esta rebaja debe ser equilibrada y sostenible, lo que requiere claridad sobre la convergencia de la inflación en los próximos trimestres y evitar señales muy cambiantes que terminen introduciendo ruido. Aún así, la inflación sigue alta, y el dato del mes de diciembre refleja principalmente una rebaja en los combustibles, tanto en su registro directo como a través del ítem de transporte. Señala el Consejero señor Claro que juicios sobre un cambio significativo en la tendencia subyacente son prematuros, y que también lo es darle total crédito a la hipótesis que el riesgo de inflación ha desaparecido.

Manifiesta el señor Consejero que la conclusión de la Gerencia de División Estudios es que la inflación debiera converger al 3% de manera rápida durante el segundo semestre del año 2009, para mantenerse algo por debajo de 3% durante el año 2010. Indica que esto se lograría con una convergencia gradual de la Tasa de Política Monetaria hacia niveles algo por debajo del neutral, entre el segundo y tercer trimestre. Alternativamente, un ajuste más brusco, que lleve la Tasa de Política Monetaria a niveles neutrales en el corto plazo, podría evitar una desaceleración mayor en el mediano plazo y evitar así una inflación menor que 3% a fines del periodo de proyección. Señala que las alternativas que se presentan reflejan estos escenarios.

Indica el Consejero señor Claro que comparte el mensaje de fondo, que es que la Tasa de Política Monetaria debe ajustarse de manera rápida, durante el curso del primer semestre, a una instancia algo por debajo de la neutral. Señala que discrepa que, para asegurar la convergencia de la inflación, el ajuste tenga que ser tan rápido como para alcanzar un nivel algo menor al neutral durante el primer trimestre del año. Comenta que existen otras trayectorias que también son consistentes con la convergencia de la inflación a 3% en 2 años, y cuya evaluación no está discutida de manera explícita.

Por lo tanto, indica el Consejero señor Claro que su decisión de hoy se basa en sopesar los riesgos de diferentes trayectorias alternativas, de las cuales desea enfatizar dos.

Estima que un riesgo actual importante es que el ajuste del gasto y actividad sea mayor al que se está proyectando y/o que los efectos del paquete fiscal sean menores a los calculados. En su opinión, le da cierto peso a este escenario, lo que tiende a favorecer un ajuste más agresivo para evitar una caída de la inflación significativamente por debajo del 3% en el mediano plazo. Por otro lado, la caída en la inflación que se proyecta es muy fuerte, lo que le induce a pensar que podría ser más lenta, lo cual no afecta necesariamente la decisión de hoy, pero sí determina la trayectoria y velocidad del ajuste de la Tasa de Política Monetaria que se desea comunicar al mercado. Una decisión de 75 puntos base es superior en este sentido.

Manifiesta el Consejero señor Claro que cree que desde un punto de vista comunicacional lo fundamental es generar una señal de confianza. En nuestro caso, confianza que el Banco Central de Chile está consciente del ajuste macro que se está llevando a cabo, y que está tomando las decisiones adecuadas y decisivas sin comprometer su objetivo fundamental. Indica que cualquiera de las dos alternativas que hoy se presentan satisfacen este requisito. En ese sentido, piensa el señor Consejero que un ajuste de 50 puntos base puede aparecer como timorato y descarta un cambio mayor a 100 puntos base, ya que corre el riesgo de ser leído como el reflejo de un panorama significativamente peor que el detallado en la actualización del mes de noviembre. Sin embargo, en términos gruesos el panorama no parece ser tan distinto, salvo cambios en composiciones, lo cual sería leído como un mensaje confuso. Señala el Consejero señor Claro que la decisión de 100 puntos base corre un riesgo similar, pero es un riesgo que vale la pena tomar.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por bajar la Tasa de Política Monetaria en 100 puntos base. Indica que en todo caso, desea hacer explícito que esta decisión constituye una corrección discreta sobre la Tasa de Política Monetaria para acercarla a un nivel más coherente con el requerido, dado el ciclo económico y las perspectivas de inflación, en un lapso de tiempo menor al normal dado el cambio abrupto en el escenario. Señala que la credibilidad del Banco Central de Chile permite un ajuste de este tipo. Sin embargo, esto no deberá ser entendido como un anticipo de futuros ajustes de similar magnitud, los que dependerán de la trayectoria esperada para la inflación y la trayectoria de la actividad. Indica que la agudeza de la decisión de hoy no permite concluir, y en esto quiere ser enfático, que se requieran ajustes similares en los próximos meses. Manifiesta el señor Consejero que lo señalado es importante para evitar que el mercado proyecte mucha persistencia en una decisión como ésta, y termine interpretando el accionar del Banco Central de Chile como errático.

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

Señala que se llega a esta Reunión al concluir un ejercicio completo de actualización de proyecciones, en el marco de la preparación de nuestro próximo *IPoM*, de lo cual se ha podido sacar beneficios para efectos de la decisión que se debe adoptar en esta oportunidad.

Indica que el frente externo se ha seguido deteriorando. Los mercados financieros se han estabilizado en alguna medida, pero los mercados crediticios permanecen en niveles estresados y ha aumentado la preocupación por los efectos de la recesión sobre las instituciones financieras. Señala el Consejero señor Marshall que las perspectivas de crecimiento se han vuelto a ajustar a la baja y que el ambiente de recesión, que parecía bastante circunscrito a los países desarrollados, está alcanzando a las economías emergentes. En cuanto a los precios de las materias primas, éstos se han consolidado en niveles bajos, con lo cual el panorama inflacionario se ha despejado significativamente, incluso para los países en

desarrollo. En todo caso, la incertidumbre sobre la evolución del escenario mundial sigue siendo muy alta, con riesgos inclinados en un sentido negativo.

Hace presente el Consejero señor Enrique Marshall que en el frente interno, el foco de preocupación se ha desplazado hacia la economía real, la cual comienza a dar señales evidentes de los efectos de la crisis. Los mercados monetarios han vuelto a funcionar con relativa normalidad, pero se ha instalado la percepción de un mayor riesgo de crédito, debido a la evolución esperada para la actividad y el empleo. Las condiciones crediticias permanecem estrechas y los márgenes de crédito se mantienen muy por sobre los prevalecientes hasta agosto pasado, lo que anticipa un cierto ajuste financiero doméstico. En tanto, las cifras de demanda y actividad del cuarto trimestre del 2008 han mostrado un significativo deterioro, lo que era bastante predecible.

Agrega que el Imacec de noviembre fue extremadamente bajo. Si bien los sectores de oferta tuvieron una incidencia negativa, lo que ha sido habitual en el último tiempo, la principal sorpresa estuvo en la baja contribución del resto de los sectores y, en particular, la incidencia negativa del comercio y la industria. Así, las cifras de octubre y noviembre muestran un claro quiebre de tendencia respecto de lo que se observó hasta el tercer trimestre. Señala el Consejero señor Marshall que el Gobierno ha anunciado medidas fiscales muy contundentes que contribuirán a sostener el crecimiento de este año y que su efectividad dependerá del impacto que éstas tengan sobre la confianza de los agentes económicos, que en estos momentos se muestra bastante resentida.

Manifiesta el Consejero señor Enrique Marshall, que el mercado laboral no refleja todavía la mayor debilidad de la actividad interna, pero lo hará con seguridad en los próximos trimestres.

El registro mensual de inflación de diciembre resultó sorpresivo, ya que se esperaba una cifra negativa, pero no de la magnitud alcanzada. Los indicadores de inflación subyacente también descendieron, si bien siguen mostrando un mayor grado de inercia, corno es normal. En cuanto a las remuneraciones, éstas mantienen un crecimiento estable y moderado, reflejando también cierta inercia en su evolución. Sin embargo, con lo que se avizora en materia de actividad y empleo para los próximos trimestres, lo más probable es que éstas sigan evolucionando a un ritmo coherente con una inflación que converge a la meta.

Señala el Consejero señor Enrique Marshall que las expectativas de inflación han continuado ajustándose a la baja. Algunas medidas obtenidas de precios de activos financieros han caído incluso por debajo del 3%. Agrega que la Encuesta de Expectativas, por segundo mes consecutivo, ubica la tasa esperada de inflación a 2 años exactamente en el nivel de la meta. Congruentes con perspectivas de crecimiento e inflación bastante más bajas que en meses anteriores, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria se han vuelto a corregir a la baja. El mercado supone que el ciclo de ajuste comenzaría en esta Reunión y que partiría con un recorte significativo. En estas circunstancias, comenta el señor Consejero que le parece que la única opción plausible es proceder a una rebaja sustancial de la Tasa de Política Monetaria y coincide en tal sentido con la Minuta de Opciones.

Comenta también, que el endurecimiento en las condiciones financieras enfrentadas por las empresas y los hogares; el deterioro de las expectativas de los agentes económicos; la fuerte desaceleración de la actividad; y, el ajuste de las expectativas de inflación son tendencias que se han consolidado en el último tiempo y que conducen a recomendar inequívocamente una acción de política decidida.

Indica que el espacio para proceder a un ajuste sustancial se ha generado. Por su parte, indica que el margen entre la tasa enfrentada por los clientes bancarios y la Tasa de Política Monetaria se ha ampliado en varios puntos porcentuales, mientras las expectativas de inflación a un año plazo se han reducido en más de 2 puntos porcentuales. Por ello, la Tasa de Política Monetaria ha adquirido en forma endógena un sello contractivo muy superior al que se consideró bajo otras circunstancias. Manifiesta el Consejero señor Marshall que este desajuste en el nivel de la Tasa de Política Monetaria debe ser corregido con prontitud para facilitar el ajuste real y financiero que inevitablemente tendrá lugar.

Por otra parte, considerando que los riesgos apuntan claramente en un sentido negativo, el costo de reaccionar con mucha lentitud se ha elevado significativamente y contribuye también a inclinar la balanza a favor de una acción de política decidida. Señala que se puede discutir la magnitud del ajuste requerido y su dosificación en el tiempo. Lo importante, en todo caso, es que este primer recorte dé una señal clara y contundente al mercado. En todo caso, indica que existen ciertos límites para la decisión que se adopte en esta oportunidad: la prudencia, las expectativas del mercado, y la coherencia con lo dicho y hecho con anterioridad.

Agrega que una reacción de política monetaria como la propuesta, complementaría muy bien las medidas ya anunciadas por parte del Gobierno. La percepción de una buena coordinación entre las autoridades económicas es clave para reducir la incertidumbre e inyectar una dosis de confianza a los agentes económicos.

Respecto del sesgo, le parece al señor Consejero que la decisión no es obvia. Se puede argumentar que un recorte de 100 puntos base es por sí solo una señal suficientemente clara, en el sentido que el Banco Central de Chile sigue atentamente los acontecimientos y que está presto a reaccionar a las nuevas condiciones, pero también se puede sostener la conveniencia de comunicar que el recorte aprobado es solo una parte del total requerido y, por tanto, que se deben esperar movimientos significativos en los próximos meses. Considerando que la próxima semana será divulgado el *IPoM*, se inclina por entregar señales más específicas y detalladas en dicho Informe, pero agrega que no tendría ningún inconveniente en sumarse a lo que estime la mayoría.

En consecuencia, por las razones expuestas, el Consejero señor Enrique Marshall vota por bajar la Tasa de Política Monetaria en 100 puntos base para dejarla en un nivel de 7,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff*, el cual ha sido particularmente un ordenador de ideas. Agrega que beneficia además la cercanía de la presentación del próximo *IPoM*. Indica que hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la última Reunión de Política Monetaria, contenido en el párrafo dos de la Minuta de Opciones, y de ese listado quiere destacar especialmente lo siguiente: En lo internacional, que pese a la normalización de las primas de liquidez en los principales mercados, las primas de riesgo de créditos continúan anormalmente elevadas. En lo nacional, destaca el sorprendente frenazo de la demanda interna, el deterioro de las expectativas de crecimiento y el realineamiento de los indicadores de expectativas de inflación de mediano plazo. Añade además, que aunque el peso se ha apreciado desde la Reunión de Política Monetaria anterior, continúa desalineado respecto de sus fundamentos de largo plazo. El Consejero señor Marfán señala que destaca estos elementos de los antecedentes, porque son los que usará principalmente en su análisis.

Plantea el Consejero señor Marfán que la actual crisis financiera internacional ha tenido hitos como el reventón de la burbuja inmobiliaria y la quiebra de *Lehmann Brothers*. Indica que el riesgo de nuevos "hitos" como los mencionados es significativo, con los

consiguientes impactos hacia la economía chilena. El trasfondo, a su juicio, es que los desequilibrios globales que se acumularon por más de una década se han corregido solo parcialmente. Aunque el escenario central no prevé nuevos cataclismos externos, los riesgos de la economía internacional están todavía muy abiertos. Señala el señor Consejero que la decisión de hoy puede y debe ser audaz, en lo que corresponda a la economía interna, pero sin amplificar los riesgos frente a *shocks* externos adicionales a estos previstos.

Indica el Consejero señor Marfán que en lo interno, la actual Tasa de Política Monetaria, con toda la persistencia que trae producto de los escenarios que se habían construido previamente, contemplaba una expectativa de inflación que estaba desalineada respecto de la meta en los horizontes de mediano y corto plazo, y no así en los de largo plazo. En segundo lugar, existía un aumento en los efectos de segunda vuelta de las presiones inflacionarias que se habían observado en el año anterior. En tercer lugar, indica que para poder converger a la meta de inflación, el Banco Central de Chile consideraba importante tener una política monetaria con una instancia contractiva y por lo tanto, es una Tasa de Política Monetaria que está claramente por sobre el nivel de una tasa de interés considerada neutral, cualquiera sea la forma en que ésta se mida.

Manifiesta que recientemente las consideraciones que llevaron a que la Tasa de Política Monetaria tuviera ese nivel han cambiado bruscamente. Agrega que, actualmente todos los indicadores de expectativas de inflación están claramente alineados con la meta del Banco Central de Chile. La reducción de la demanda interna ya observada hace prever un escenario con brechas de PIB positivas, más que una donde la política monetaria deba provocar ese tipo de brecha para frenar la inflación. Por lo tanto, todos los elementos que en general llevaron a que la Tasa de Política Monetaria tuviera ese elevado nivel, hoy no están presentes. Indica que el punto está en qué tanta persistencia se debe dar a estas decisiones, respecto de la información futura y de la información de dónde viene. Indica el Consejero señor Marfán que, en lo personal, reconoce que las veces que ha eliminado plenamente la persistencia, tiene la sensación que después se arrepintió y por lo tanto, considera que hay que pasar con rapidez a una instancia monetaria expansiva desde una instancia monetaria hoy contractiva. Señala que la velocidad tiene que ser relativamente fácil de explicar, pero al mismo tiempo, fácil de modificar en caso que los escenarios sean distintos a los que se están previendo y eso significa sacar seguro.

En consecuencia, señala el Consejero señor Manuel Marfán que la conclusión lógica y obvia es una reducción fuerte de la Tasa de Política Monetaria, seguida de otras reducciones importantes lo que implica en el actual contexto, reducir en 100 puntos base la actual Tasa de Política, con un sesgo a la baja en el Comunicado correspondiente. Señala que también desea hacer algunas consideraciones adicionales. La primera de ellas es que en un contexto tan incierto como el actual, la unanimidad en la votación del Consejo, a su juicio, tiene un enorme valor y, por lo tanto, si su voto fuera disidente, para lograr esa unanimidad, se sumaría claramente a ella. En segundo lugar, estima que la hipótesis de que una fuerte reducción hoy debe ser seguida por fuertes reducciones en las Reuniones de Política Monetaria siguientes, es una hipótesis, pero no un compromiso, porque la decisión deberá ser tomada en cada oportunidad, dependiendo de la información que se posea en ese momento, especialmente en las condiciones actuales, donde los escenarios cambian con mucha rapidez.

Finalmente, respecto del tipo de cambio, señala el Consejero señor Marfán que fue un elemento importante para su voto en la Reunión de Política Monetaria anterior, y sobre ello hay que considerar dos fenómenos. El primero es que el dólar está sobreapreciado, a nivel mundial y, por lo tanto, en parte refleja el alto tipo de cambio en Chile, fenómeno que no es necesariamente solo chileno. En segundo lugar, la información dada a conocer hoy respecto del plan de emisión de deuda que coordinó el Ministerio de Hacienda con el Banco Central de

Chile, significa que, probablemente, el Fisco deba financiar los gastos en pesos con programas de ventas de moneda extranjera, que si bien es significativo, representaría a su juicio una carencia mes a mes que es inferior a lo que fue el programa de acumulación de reservas del Banco Central de Chile del año pasado. En consecuencia, señala el Consejero señor Marfán, implicaría que existe al menos desde el punto de vista de la política económica, una presión que debería apuntar a que el actual desalineamiento cambiario no se profundice.

En mérito de lo expuesto, el Consejero señor Manuel Marfán vota por reducir la Tasa de Política Monetaria en 100 puntos base, introduciendo un sesgo a la baja en el Comunicado.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que en la última Reunión de Política Monetaria se decidió mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria, en espera de mayores antecedentes, tanto sobre la evolución de la economía real, como de la inflación, de manera de asegurar la convergencia de esta última a la meta de 3% en el horizonte de política.

Indica, que la elaboración del Informe de Política Monetaria de enero brinda una oportunidad ideal para confirmar el diagnóstico de nuestra Actualización de Proyecciones de noviembre pasado, la que anticipaba el pronto inicio de un ciclo de relajamiento monetario. Este diagnóstico se ha nutrido de algunos antecedentes adicionales, que ha descrito en detalle la Gerencia de División Estudios, pero que se pueden resumir en cuatro puntos principales.

Señala el Vicepresidente señor Desormeaux que en primer lugar, en el plano externo, pese a una progresiva normalización de los mercados monetarios, los mercados crediticios siguen tensionados y las perspectivas de la economía mundial se han corregido nuevamente a la baja. En segundo lugar, en el plano interno, la actividad y la demanda interna se debilitaron más allá de lo previsto en noviembre, ampliándose las holguras de capacidad proyectadas. En tercer lugar, las cifras de inflación de diciembre muestran una fuerte caída, que arrastra esta vez también a la inflación subyacente. En forma paralela, las diversas medidas de expectativas de inflación se muestran ancladas en torno a la meta de 3% hacia el final del horizonte de política, y finalmente, en cuarto lugar, el paquete de estímulo fiscal anunciado la semana pasada, que permitirá estimular la demanda agregada y la actividad, evitando una ampliación indeseada de holguras.

Manifiesta el señor Vicepresidente que este conjunto de antecedentes fueron considerados en la elaboración de nuestro Informe de Política Monetaria de enero, y que de ellos se concluye que, pese al mayor impulso fiscal, la reacción de política monetaria de acuerdo a patrones habituales de persistencia, llevaría a la inflación a converger a cifras en torno a 2% a fines del horizonte de proyección, claramente por debajo de nuestra meta. Por lo expuesto, en su opinión se concluye que la reacción de política monetaria debería tener una mayor agresividad de la habitual, o una menor persistencia, en esta ocasión.

Manifiesta el Vicepresidente señor Desormeaux que en la elaboración del Informe de Política Monetaria de enero se dedujo que, para garantizar la convergencia al 3% a fines del horizonte de política, la persistencia debía virtualmente desaparecer de la regla de política en el escenario base o más probable, lo cual significaría un relajamiento de la Tasa de Política Monetaria de al menos 300 puntos base, en alrededor de un trimestre. Sin duda, dadas las circunstancias, este tipo de ejercicios está sometido a más incertidumbre de lo habitual. Indica que por una parte, está el riesgo que la inflación resulte más persistente de lo proyectado, como sucedió a lo largo del año 2008, o que las holguras en el plano interno resulten menores de lo estimado, lo cual exigiría un menor grado de agresividad. Por otra parte, es posible que un deterioro adicional del escenario externo lleve a una ampliación adicional de holguras internas, y a una convergencia más rápida de la inflación.

Comenta el señor Vicepresidente que con la información disponible en la actualidad, los riesgos para la actividad y la inflación están claramente sesgados hacia la baja, lo que lo lleva a tener una preferencia por la alternativa de reducir la Tasa de Política Monetaria en 100 puntos base, en lugar de la opción de 75 puntos base, ya que el riesgo de equivocarse es menor con la primera alternativa. Por otra parte, una reacción menor hoy significaría dejar pendiente un ajuste más significativo para las Reuniones futuras, con el riesgo que, de no darse el escenario central, dicho ajuste debería ser mayor aún.

Indica que la opción de reducir la Tasa de Política Monetaria en 75 puntos base sería la más apropiada, si existiera en el mercado una preocupación acerca de la capacidad del Banco Central de Chile para conducir la inflación de vuelta a la meta en un horizonte de 24 meses. Señala el señor Vicepresidente que después de 17 meses con tasas de inflación por encima del rango de tolerancia, esa preocupación es legítima, pero no le parece razonable a la luz de las actuales circunstancias.

El señor Vicepresidente señala que coincide también con la Gerencia de División Estudios, respecto de la necesidad de acompañar el Comunicado de hoy de un sesgo que dé cuenta de la dirección futura de la Política Monetaria, a la luz de las conclusiones de nuestro Informe de Política Monetaria.

Por las razones expuestas, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que vota en consecuencia por una reducción de 100 puntos base de la Tasa de Política Monetaria, a 7,25% anual.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que las últimas noticias de actividad e inflación, confirman un panorama de mayor debilidad de la economía chilena. Asimismo, en el ámbito externo, se mantienen bajos los precios de *commodities*, lo que ha contribuido de manera decisiva a la reducción de la inflación.

En este contexto de menores presiones inflacionarias y mayor debilidad económica, se reafirma el escenario que ya se percibía en la Reunión anterior, de una convergencia de la inflación a su meta en el contexto de una política monetaria más relajada. Indica el señor Presidente que estas perspectivas de menor crecimiento y menor inflación son confirmadas también por las expectativas privadas, tanto las que se derivan de los mercados financieros como por la Encuesta de Expectativas.

Señala el Presidente señor De Gregorio que la relajación de la política monetaria debiera acotar la ampliación de las holguras de capacidad y permitir que la inflación se reduzca hacia su meta en el horizonte de política. Este escenario contempla los efectos sobre el crecimiento de la política fiscal, los que dada la posición cíclica de la economía y las perspectivas de corto plazo, no debieran hacer cambiar la dirección e intensidad de la rebaja de tasas de aquélla contemplada en las semanas pasadas.

Más aún, tal como sugieren las proyecciones del *IPoM*, la Tasa de Política Monetaria debiera descender algo por debajo de lo que se puede considerar como tasa neutral. Indica el señor Presidente que tal como señaló en la Reunión anterior, se debería partir deshaciendo en el corto plazo los 200 puntos base de alza de tasas de mediados del año pasado. Comenta que antes de comenzar las alzas, la inflación y las expectativas eran superiores a la actual y se esperaba mayor crecimiento para el 2008-2009. Las condiciones financieras eran más relajadas. Las proyecciones actuales así como la situación inicial indican que este ciclo de relajamiento debiera terminar con una tasa aún menor.

Por lo tanto, señala el Presidente señor De Gregorio que resulta prudente iniciar un ciclo de relajamiento de la política monetaria y anunciarlo como la trayectoria esperada al mercado. La caída de las expectativas de inflación y crecimiento sugieren seguir esta trayectoria con una rapidez mayor a la habitual. Consecuentemente, es razonable avanzar con cambios de tasas significativos, que por un lado permitan ir monitoreando cuidadosamente la evolución de la economía, pero que también vayan ajustándose a la velocidad con la que ocurren los eventos y las revisiones de las proyecciones.

Hace presente el señor Presidente que todo lo anterior se reafirma con el hecho que el panorama es extremadamente incierto, y ante la ocurrencia de un deterioro adicional del escenario internacional, el Banco Central de Chile se podría encontrar con capacidades limitadas de mitigarlo. De hecho, mucho más fácil resultaría cambiar el curso de la política ante un cambio que, aunque muy improbable, provea un impulso positivo a la actividad, que tener que apurar el relajamiento ante un deterioro mayor y que encuentre al Banco Central de Chile con condiciones financieras más apretadas. Por lo tanto, y en virtud de una adecuada ponderación de los riesgos, señala el señor Presidente que se debería iniciar este proceso de relajación con ritmos de reducción de tasas importantes.

Por las razones expuestas, el Presidente señor José De Gregorio vota por reducir la Tasa de Política Monetaria en 100 puntos base.

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

133-01-090108 – 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 100 puntos base, hasta 7,25% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 100 puntos base, hasta 7,25% anual.

Esta decisión se fundamenta en la perspectiva de una caída significativa de la inflación hacia el mediano plazo, producto del drástico cambio en el escenario macroeconómico.

En el ámbito externo, las condiciones crediticias siguen tensionadas, aunque la situación de iliquidez interbancaria ha tendido a aliviarse y la volatilidad financiera se ha reducido. Los datos más recientes confirman una desaceleración severa de la economía global en el cuarto trimestre. Los precios de los productos básicos se han mantenido en niveles bajos.

En el plano interno, la información disponible para la actividad y la demanda del cuarto trimestre muestra una desaceleración relevante. El desempleo continúa estable y persisten condiciones crediticias estrechas. El Gobierno anunció un programa de estímulo fiscal de magnitud importante.

En diciembre, la inflación mensual fue negativa, más allá de lo esperado. Las medidas mensuales de inflación subyacente mostraron una reducción. Por su parte, la dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos y las expectativas de inflación han descendido.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, continuará un proceso de relajamiento monetario, cuyo ritmo dependerá de las perspectivas para la inflación. Con ello, el Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política.

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:40 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)

1-1

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 135
celebrada el 12 de febrero de 2009

En Santiago de Chile, a 12 de Febrero de 2009, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart Herrera

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 135.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

135-01-090212 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

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

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

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

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

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

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

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

MARÍA OLIVIA RECART HERRERA
Ministra de Hacienda Subrogante

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 136
celebrada el 12 de marzo de 2009

En Santiago de Chile, a 12 de marzo de 2009, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes

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

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

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

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

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

a 41

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El Consejero señor Manuel Marfán precisa que por eso está diciendo que el tipo de cambio lo que hace es marcar la separación entre un tipo de economías y otro. O dicho de otra manera, si todos los países desarrollados están llegando a 0%, y otro país llega a 1,5%, está bien, pero si la percepción es que ese país es una economía muy riesgosa, no puede bajar de 1.5% y tiene que estar arriba, pues en caso contrario, tiene un problema de carácter cambiario.

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

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

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

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

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

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

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto menciona que la información del mercado laboral da cuenta del efecto de las condiciones macroeconómicas en el empleo. Asimismo, la tasa de variación anual de la ocupación fue de 0,5% en el trimestre móvil noviembre-enero, de 2,6% en el trimestre móvil inmediatamente anterior, destacando que, en términos desestacionalizados, se aprecia una caída anualizada del empleo del orden de 6.5% entre trimestres móviles, -2,1% en el trimestre móvil finalizado en el mes de diciembre. Indica que por categoría ocupacional, el crecimiento anual del empleo asalariado disminuye a 1,9%, 3,8% en el trimestre móvil previo. El crecimiento anual de la fuerza de trabajo se redujo hasta 1,4%, 2,9% en el trimestre móvil inmediatamente anterior. De este modo, hace presente que la tasa de desempleo aumentó hasta 8% en el trimestre móvil finalizado en el mes de enero. Indica que descontada estacionalidad, la tasa se ubica en 8,7%, 8,2% en el trimestre móvil previo.

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

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

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

Informa también el señor Claudio Soto que la variación mensual del IPC en el mes de febrero, nuevamente sorprendió al mercado, cuyas proyecciones fluctuaron entre -0,3 y 0.1% a lo largo del citado mes. Destaca que el resultado del mes de febrero estuvo influido de modo importante por la caída que mostró el costo de los servicios financieros incluidos en el Índice, asociado a la eliminación del impuesto de timbres y estampillas que se aprobó en el mes de enero. Manifiesta asimismo, que es importante notar que el gasto financiero tiene en la actual canasta una ponderación algo menor que la que contenía en la canasta previa: 1,60% vs. 1.92%, pero la composición de este gasto varió desde considerar el pago de intereses, comisiones y el impuesto, en la canasta previa, a considerar solo comisiones e impuestos.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Siendo las 16;00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 136.

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

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

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

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

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

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consulta a modo de información si en el día de ayer, por primera vez, se dieron a conocer públicamente los antecedentes correspondientes a la Reunión de Política Monetaria del día de hoy. El Presidente señor José De Gregorio le responde que ello es efectivo, ya que el Consejo del Banco Central de Chile, en su Sesión Ordinaria Nº 1465, celebrada el 5 de marzo de 2009, acordó que el día hábil bancario previo a la sesión ordinaria de política monetaria, se pondrán a disposición del público los antecedentes ya divulgados, relativos a los desarrollos económicos y financieros recientes.

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

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria hasta 4,75% anual, señalando que esa decisión adelantaba la convergencia de la Tasa de Política Monetaria a un nivel coherente con el entorno macroeconómico actual y sus riesgos. Además, se indicó que, en el escenario más probable, la Tasa de Política Monetaria seguiría una trayectoria por debajo de la considerada en el escenario base del *IPoM*, convergiendo en el corto plazo a niveles comparables con los implícitos en los precios vigentes de los activos financieros para mediados de año.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4

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

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

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala, que del análisis efectuado en la Reunión de esta mañana, se presentan tres hechos, que a su **juicio son relevantes y que todos ellos afectan las perspectivas de inflación futura.**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Menciona el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux que estos nuevos antecedentes sugieren que la trayectoria ideal de la Tasa de Política Monetaria que permite asegurar la convergencia de la inflación al 3% en 24 meses, ha debido experimentar un cambio en relación a lo previsto en febrero pasado. Recuerda que en aquella ocasión, los ejercicios realizados por la Gerencia de División Estudios a partir de una regla de política habitual desprovista de persistencia, apuntaban a un nivel objetivo de la Tasa de Política Monetaria en torno a 3% para el segundo trimestre del año 2009. Señala que esta información fue entregada al público a través del comunicado que acompañó a la decisión del mes de febrero, y más claramente en la presentación de antecedentes que se entregó con posterioridad. Agrega el señor Vicepresidente que los nuevos antecedentes que surgen del cierre de Cuentas Nacionales del año 2008 y de la caída en la inflación esperada sugieren, de acuerdo a la Gerencia de División Estudios, que dicho nivel objetivo debe reducirse a niveles entre 2% y 2.5%.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

136-01-090312 – Tasa de Política Monetaria.

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 250 puntos base, hasta 2,25% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 250 puntos base, hasta 2,25% anual.

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

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

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

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

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

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las17:55 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

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 Sénior, doña Erika Arraño González;
Economista Sénior, 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 sí 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 *Olivier 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 pueden 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 IRC total. Agrega que no se tienen registros mensuales de IRC 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 IRC 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 periodo 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 las 17:30 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)

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 138
celebrada el 7 de mayo de 2009

En Santiago de Chile, a 7 de mayo de 2009, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente 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 Sénior, doña Erika Arraño González;
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 138 indicando que la Reunión de Política Monetaria del mes de noviembre de 2009 se fija para el día 12 de dicho mes. Asimismo, señala que por la tarde la presente Sesión se reanudará a las 16:30 horas con la opinión del staff, del señor Ministro de Hacienda y de los señores Consejeros, por lo que solicita que la Minuta de Opciones del Política Monetaria sea leída individualmente en forma previa a dicha reanudación, a fin de ajustarse a la hora de término prevista para las 18:00 horas.

A continuación, el Presidente 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 las cifras de actividad industrial muestran signo de freno en las caídas en un conjunto de economías, y de rebote en un conjunto amplio. Hace presente que la información exhibida corresponde al dato marginal observado en algunos países, esto es, mes a mes desestacionalizado. Agrega que se trata de series por niveles, con variaciones mes a mes desestacionalizadas, a partir de las cuales se aprecia claramente la abrupta caída en la producción industrial, particularmente en el caso de Japón y también de economías emergentes

productoras de bienes manufacturados como Corea. Señala que en el caso de Brasil también aparece muy marcada esta caída, sin embargo, reitera que en el margen se observan algunos rebotes. La excepción a lo anterior son algunos países desarrollados, de hecho en particular en el caso de Estados Unidos se observa una caída en el margen.

El Gerente de Análisis Internacional precisa que, en el caso de las exportaciones, la información que se presenta también está por niveles, donde enero de 2007 corresponde a cien, y de la cual se aprecia asimismo una caída importante en algunas economías a propósito de la crisis, pero en el margen, tal como en el caso de la producción industrial, se observa algún rebote particularmente en el caso de Estados Unidos y de Canadá. Por su parte, Japón aparece bastante plano y en el caso de economías emergentes se aprecian rebotes que son aún más marcados. Destaca especialmente el importante rebote observado en las exportaciones, por volumen de exportaciones, en el caso de China.

Continuando con su exposición, el señor Lehmann menciona que en materia de expectativas, tal como se ha estado comentando ampliamente por diversos analistas, se observa alguna recuperación en las percepciones hacia delante. Si bien éstas siguen situadas en niveles más bien pesimistas, de carácter negativo, existe claramente un rebote. Hace presente que son de carácter negativo, porque se ubican por debajo del pívot cincuenta en el grueso de las economías. Indica que en el caso de Corea, si bien aparece del lado derecho del eje de la gráfica exhibida, lo cierto es que todavía se encuentra dentro del ámbito más bien negativo. Añade que en el caso de la confianza de los consumidores, es posible apreciar una situación muy parecida, con caídas muy abruptas a propósito de la crisis, pero también con recuperaciones en el margen. Indica que en el día de la presente Reunión se conoció el PMI de China, el cual muestra una recuperación importante, situándose por sobre el pivote 50, lo que de alguna manera ha estado repercutiendo, como se analiza más adelante, en el precio de algunos *commodities*.

Respecto a indicadores para Estados Unidos, el Gerente de Análisis Internacional advierte que los indicadores son todavía mixtos. Lo novedoso y que ha estado impulsando a los mercados, son los datos de confianza, los cuales son más positivos de lo esperado. Así se observa también por el lado de las empresas, según los ISM manufacturero y no manufacturero que tuvieron regulaciones bastante importantes. Asimismo, la venta de casas nuevas mostró cifras por sobre lo esperado y hoy día se conocieron los datos de solicitudes de subsidio de desempleo que también están mostrando una caída y por lo tanto aparecen en línea igualmente con un ambiente algo más positivo o menos negativo.

El señor Lehmann señala que los mercados crediticios también empiezan a mostrar señales menos negativas. La tasa de créditos ha tendido más bien a estabilizarse según los últimos registros. Desde el punto de vista de las condiciones crediticias, la información disponible corresponde a los resultados de las encuestas para Estados Unidos, Zona Euro y Japón, en tanto que para el Reino Unido todavía se encuentra pendiente la entrega del resultado de la encuesta. Indica que en el caso de Estados Unidos y Zona Euro se aprecian caídas bastante importantes, observando que los bancos continúan exhibiendo condiciones crediticias más estrechas, pero respecto al trimestre anterior se muestra una situación en el margen que resulta menos restrictiva o, dicho en otros términos, algo más holgada. En el caso de Japón no ha habido mayor cambio en esta medición.

En cuanto al crecimiento, el Gerente de Análisis Internacional manifiesta que las expectativas de crecimiento han continuado ajustándose a la baja, según la información que proporciona Consensus Forecast. Destaca que en el caso de las economías desarrolladas las correcciones son bastante menores, en tanto que mucho más importantes han sido éstas para

las economías emergentes, con algún grado para América Latina, y significativamente más importante para el caso de Europa del Este. Para el año 2010 también se aprecian algunos ajustes hacia la baja, pero son de magnitudes menores.

Agrega que en lo referente a la situación hacia delante, y simplemente para dar cuenta de cómo se pudiese percibir la recuperación de la economía mundial, la gráfica que se exhibe muestra las variaciones trimestre a trimestre anualizadas, considerando las principales economías desarrolladas, Estados Unidos, Japón, Zona Euro, como también, por otra parte, a los socios comerciales. Resalta que lo se recoge a partir de esta gráfica, es que a partir del segundo semestre podrían comenzar a verse cifras de crecimiento trimestre a trimestre, anualizadas, de signo positivo para los socios comerciales. En el caso de las economías desarrolladas, todavía pudiesen continuar siendo en algún grado de signo negativo, particularmente para la Zona Euro.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consulta si los socios comerciales que aparecen en la gráfica se encuentran ponderados en función de comercio, esto es exportaciones más importaciones, o sólo de exportaciones. Al respecto, el señor Lehmman señala que comprenden sólo exportaciones.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue su presentación indicando que, en materia de inflación las proyecciones han continuado ajustándose a la baja. Destaca especialmente los ajustes en el caso de Asia. Por su parte, en el caso de Europa del Este los niveles se observan bastante planos, pero ello está muy influenciado por países como Rusia y algunos otros de la ex Unión Soviética que han mantenido niveles de inflación relativamente elevados, no obstante lo cual se aprecian también algunos ajustes, incluso en niveles bastante bajos para algunas otras economías de Europa Emergente. Respecto del año 2010 no hay mayores cambios.

En cuanto a los CDS, el señor Lehmann expresa que los CDS para Estados Unidos, Europa, Reino Unido y Japón, se han mantenido altos, sin embargo, hace presente la información extraoficial conocida en el día de ayer o en los últimos días, sobre los resultados de los *stress testing* efectuados a la banca de Estados Unidos, que darían cuenta de que los requerimientos de capital, particularmente para Citigroup y otros bancos, serían mucho menores que lo que se preveía en un algún momento. Los CDS en el día de hoy están cayendo, han tenido una caída de aproximadamente 50 puntos base para el agregado de los bancos americanos. En el caso de los bancos de otras economías desarrolladas, se ha visto también una tendencia más bien hacia la baja, pero naturalmente no de la misma magnitud. Por consiguiente, a la información que aparece presentada en la gráfica, habría que agregar una caída importante, considerando la información trascendida en el día de ayer y que se espera se corrobore con datos oficiales durante la tarde de hoy. Añade que de confirmarse los datos de los *stress testing*, el requerimiento global de capital, concentrado fundamentalmente en unos pocos bancos, sería en torno a los setenta billones de dólares de capital, adicional al que actualmente registran los bancos.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que en relación con lo anterior, conviene tener presente algunas consideraciones. La primera, interesante, es que en el caso de *Citigroup* el requerimiento de capital alcanza en realidad aproximadamente a los 50 mil millones de dólares, sin embargo, *Citigroup* ya ha anunciado medidas para cubrir parte de su brecha de capital, lo que reduciría la estimación de los *stress test*, aparentemente, a un décimo, es decir, a 5 mil millones de dólares, fundado en que Citigroup cumplió de alguna manera con señalar la forma en que planea cubrir esa brecha de capital. *Bank of America*, en

cambio, no lo ha hecho, por lo tanto el dato que se conoce respecto de *Bank of America*, por sobre los treinta mil millones de dólares, aparece mucho más significativo.

Ante la consulta del Ministro de Hacienda acerca de si ese diferencial entre 50 y 5 mil millones de dólares incluye la conversión de los recursos provenientes del *Troubled Asset Relief Program* (TARP), el señor García responde que sí la considera, agregando que durante las reuniones sostenidas con analistas de *Citigroup* en Nueva York éstos manifestaban que era posible que se vendiera incluso Banamex.

Continuando con su comentario, el Gerente División de Estudio menciona que, en segundo lugar, no necesariamente los requerimientos de capital de los bancos van a ser cubiertos con los recursos inyectados por el TARP, ya que los bancos tienen hasta junio para decidir planes que les permitan ir cubriendo esos requerimientos, de manera que solamente si en ese momento existiera todavía un déficit que no haya sido cubierto, se recurrirá a los recursos del TARP.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, reanuda su exposición indicando que con respecto a las tasas de largo plazo, se observan movimientos hacia el alza, particularmente en el caso de Estados Unidos donde ha sido algo más marcado. Destaca, en especial, que el impacto de las tasas largas en Estados Unidos tuvo relación con la última reunión de la FED, donde se generó una percepción algo más positiva, por cuanto en ella se estimó que los riesgos se encontrarían más balanceados, lo cual tuvo un importante efecto, como lo muestra la gráfica, respecto de las tasas largas. También se observan aumentos en las tasas del Reino Unido. En particular, el Reino Unido anunció en el día de hoy que iba a aumentar los montos de *Credit Easing*, pero la verdad es que dicha medida no tuvo ningún impacto en las tasa largas, las que de hecho hoy día se estaban moviendo más bien al alza.

Agrega que en el caso de la Zona Euro, hoy día se observó igualmente un aumento importante en las tasas largas, lo cual se vincula, en algún grado, con el anuncio de parte del ECB de recortar la tasa, pero también con la difusión por parte del mismo del programa de *Credit Easing*, el que fue bien leído por el mercado y que de hecho, como antes se indicara, generó más bien un efecto de aumento en las tasas largas de esa Zona.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que ese último efecto aparece como extraño, ya que está bien que el programa *Credit Easing* sea bien recibido, por cuanto va a aliviar la situación financiera, pero lo lógico sería esperar que, como consecuencia de ello la tasa larga baje. Agrega que, no obstante, lo anterior se explicaría porque lo que se está haciendo en realidad es bajar las primas. En el mismo sentido, ante la consulta del Ministro señor Velasco acerca de cuál es la lógica que funda ese resultado, el Presidente y el Consejero señor Sebastián Claro comentan que el efecto fue que el precio del bono bajó, porque lo que se está haciendo es bajar la prima de los bonos corporativos.

Por su parte, el señor Lehmann menciona que la lectura que se produjo obedecería a una visión más optimista de la economía y a cambios de portafolio por parte de inversionistas, que impulsaron la tasa larga hacia arriba.

El Gerente de Análisis Internacional, continuando con su exposición, indica que respecto a las curvas, éstas han tendido a empinarse. Exhibe una gráfica donde se aprecia las diferencias entre un bono a diez años y un bono a dos años, en el caso de Estados Unidos, Zona Euro y Reino Unido, las cuales han tendido a aumentar. En cuanto a movimientos de TPM, destaca que han continuado los recortes, como lo refleja una gráfica que presenta y que muestra los cambios que hubo respecto a la última RPM, donde se observa que han continuado

los ajustes, particularmente en economías emergentes. Agrega que si bien en muchos de los países exhibidos se esperan cambios adicionales, en lo sustantivo gran parte del ajuste ya se ha completado. Ante una consulta del señor Ministro de Hacienda acerca de la gráfica, el señor Lehmann explica que la barra completa que se muestra es el nivel que tenía la TPM en septiembre de 2008 para los distintos países considerados. Agrega que la barra que aparece de color azul corresponde a la tasa esperada a diciembre de 2009, mostrando cuáles son los recortes que ya se han efectuado y cuáles los recortes que se esperan. Asimismo, menciona que, por ejemplo, en el caso particular de Israel, se espera que la tasa suba de aquí a diciembre. Añade que el ejercicio que se hizo fue comparar, simplemente, cuál es la TPM que se estima a partir de una Regla de Taylor y la TPM efectiva. Enfatiza que calculado de esa manera, la TPM aparece con signo negativo justamente para los países que están haciendo *Quantitative Easing* o *Crédit easing*.

Ante una consulta del Presidente y del Consejero señor Sebastián Claro, el Gerente de Análisis Internacional señala que se ha usado la misma Regla de Taylor para todos los países, pero considerando respecto de cada uno sus propios datos y su correspondiente inflación *target*.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que de acuerdo con está gráfica Brasil aparece muy abajo respecto de la TPM esperada, al igual que Hungría, mientras que el resto de los países, por ejemplo, Colombia y México, están aún por encima.

Ante una consulta del Presidente de la razón por la cual Chile no aparece en la gráfica exhibida, el señor Lehmann indica que Chile no figura ya que para hacerlo la Gerencia encargada de su análisis tendría que aplicar la misma metodología que utiliza la Gerencia de Análisis Internacional. No obstante, señala que si Chile estuviera incluido acá aparecería con una TPM esperada de un 1%, lo cual significa que la tasa actual se encuentra por encima de la que se esperaría conforme a la Regla de Taylor.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que, a propósito de la opinión dada por Martin Wolf el día de ayer, resultaría difícil desentenderse de la tasa de interés de la FED. Comenta que si la FED tiene una tasa de interés muy alejada de su Regla de Taylor hacia abajo, y los demás países tienen una tasa de interés ajustada a sus propias Reglas de Taylor, se crea un problema cambiario más o menos complicado. Por lo tanto, según Wolf, en general, hay cierta tendencia a seguir a Estados Unidos. El Consejero señor Marfán agrega que eso es lo que Wolf opina, lo cual no significa que esté sugiriendo hacer lo mismo, ya que se está refiriendo a algunos países, dentro de los cuales no está Chile.

El Presidente señor José De Gregorio indica que una manera de racionalizar lo anterior es que la tasa neutral que muestra la Regla de Taylor depende de lo que está pasando en Estados Unidos, es decir, depende de la tasa global.

El Gerente de Análisis Internacional exhibe a continuación una gráfica, ya presentada en otras oportunidades, que da cuenta de una comparación entre el tipo de cambio real y el tipo de cambio nominal en un conjunto de países que podrían ser comparables a Chile. Destaca que a partir de ella se aprecia que los patrones de comportamiento son bastante similares, mostrando un movimiento generalizado del dólar a nivel internacional.

Respecto a mercados bursátiles, el señor Lehmann manifiesta que su comportamiento ha sido probablemente lo más llamativo en el último mes, en lo que a mercado financiero se refiere, indicando que se han observado alzas importantes en las bolsas, tanto en América Latina, Asia Emergente, Europa Emergente y en economías desarrolladas. Resalta que en la gráfica se puede apreciar claramente la fuerte caída que hubo y la recuperación parcial que se está observado hasta ahora.

Agrega que en materia de premios por riesgo, lo que se ha observado es una tendencia más bien hacia la caída que se ha estado marcando con algo más de fuerza durante el último mes producto de ajustes de portafolio y algún mayor grado de apetito por riesgo de inversionistas. Para una comparación un poco más amplia de paridades y premios por riesgo CDS, exhibe un gráfico que muestra que claramente se han producido apreciaciones en casi todas las economías con algunas excepciones menores. Se ha mantenido la barra azul que da cuenta de los movimientos respecto a septiembre de 2008. En materia de CDS se observa también algo parecido, una reversión importante en los CDS, pero respecto a septiembre del 2008 de todas maneras claramente se aprecian aumentos importantes. Hace presente que detrás de las apreciaciones de monedas y también de las alzas de bolsas de economías emergentes, existen elementos asociados a fondos de inversión que han estado tomando más posiciones en economías emergentes. Enseguida, presenta una gráfica que muestra el promedio móvil a cuatro semanas de las colocaciones o inversiones en acciones de economías emergentes y en bonos de economías emergentes. Menciona que en bonos no se ve nada muy llamativo, más bien estable, pero resalta sí un aumento importante de posiciones en acciones de economías emergentes por parte de fondos de inversión.

El señor Ministro de Hacienda consulta acerca del alcance de esa información, considerando que existe un conjunto de fondos de inversión que no tienen ninguna obligación legal ni de otro tipo, de hacer públicas sus compras. Al respecto, el señor Lehmann indica que efectivamente es información referida a un sub-conjunto de fondos, recopilada por Bloomberg y otras empresas que entregan servicios de información financiera. El Gerente de División Estudios señor Pablo García complementa indicando que se trata en todo caso de información que comprende los movimientos de un conjunto amplio de fondos que dan cuenta o reportan sus posiciones.

El Gerente División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que, no obstante tratarse de información emanada de sólo una parte de los fondos de inversión, lo cierto es que tiene una correlación a frecuencia trimestral bastante alta con el subconjunto respectivo de flujos de capitales que inyectan los fondos de inversión a las economías emergentes, de manera que es una muestra representativa. El Ministro de Hacienda señor Velasco acota que son los flujos de balanza de pagos que se conocen con mayor rezago.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta el gráfico exhibido en materia de CDS, observando que conforme al mismo el CDS de Chile aparece como uno de los que más ha aumentado dentro de una muestra bastante heterogénea, por lo que la comparación no resultaría tan obvia. Consulta si ello obedece a la inclusión del tema de CODELCO y si hay una diferencia con ex CODELCO, ya que le llama la atención dicho gráfico. El señor Lehmann señala al respecto que aquí no hay contagio por CODELCO, sino que se trata del CDS de un bono de Gobierno. El Presidente señor José De Gregorio comenta que existen dos posiciones de discusión sobre la medición del CDS, pero otro aspecto a considerar es que también depende un poco de que se mide por puntos base, de manera que se debería comparar con el nivel inicial.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que, aunque no tiene claro si esto se replica o no hacia los CDS, lo cierto es que el riesgo medido por las tasas de los bonos mostró un castigo a Chile al momento en que se desató la crisis, cuando había demanda por liquidez, en circunstancias que los bonos de Chile no son líquidos, pues no hay un mercado secundario importante. Por consiguiente, resulta obvio que activos que son más líquidos sean mayormente demandados en un momento de demanda por liquidez, porque otorgan la posibilidad de deshacerse en cualquier momento de los mismos. En consecuencia, plantea la interrogante de si ese sesgo, ese castigo por falta de liquidez, se traslada o no de alguna forma también a los CDS o son independientes, porque para el CDS no se necesita liquidez, sino que es para respaldar probablemente un bono que sí puede estar castigado por liquidez, y consulta si esto último es correcto o no.

El Gerente División Operaciones Financieras señala que el planteamiento anterior es correcto efectivamente. Agrega que en general puede haber transacciones para los dos lados, pero al final se cierra la operación comprando el bono físico, de modo que esa mayor iliquidez que se produce y mayor premio para el EMBI chileno, puede perfectamente afectar esto.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si ese mayor ranking relativo de Chile, de aumento del CDS, también se da en los EMBI, porque en su opinión lo que finalmente no resulta consistente, es que asociado con eso uno debiera ver una depreciación multilateral del peso, que en la práctica no se ha dado. Por lo tanto, plantea la duda de si ello obedece a que el arbitraje es malo o que en realidad el CDS no es muy informativo. El Ministro de Hacienda señor Velasco indica que lo anterior depende mucho de cómo se presente, ya que si se mostrara un gráfico de los niveles del CDS, que no midiera por puntos base sino que por porcentaje respecto a la base, se vería algo muy distinto.

Prosiguiendo con su exposición, el Gerente de Análisis Internacional exhibe un conjunto de gráficos que muestran cómo ha sido la evolución de las Bolsas en economías emergentes y desarrolladas y de EMBI en esta crisis versus la crisis asiática. Hace presente que se ajustaron los gráficos de manera de poner ambas crisis en T en el mínimo punto alcanzado en materia de evolución de bolsas que corresponde, en el caso de la crisis asiática, a septiembre del año 1998 y en el caso de esta crisis a febrero de 2009. El señor Lehmann comenta que a partir de dicha comparación se observa que en esta crisis en particular la caída de bolsas fue más violenta, aunque partió tal vez con un poco más de rezago respecto al punto referente que se está utilizando, y la recuperación ha sido más bien plana, salvo lo que se ha observado más recientemente, y si bien la evolución de dicha recuperación se encuentra pendiente se puede estimar que se parece bastante a lo que se presenta respecto de la crisis asiática, con la salvedad que en el caso de esta última empezó a ocurrir un poco antes. Añade que en el caso de las bolsas de las economías desarrolladas, éstas no se vieron afectadas por la crisis asiática, sino que las que resultaron particularmente impactadas en dicha crisis fueron las economías emergentes.

Continuando con la comparación entre ambas crisis, el señor Sergio Lehmann menciona que en materia de EMBI se ha observado un aumento bastante más moderado durante la actual crisis, básicamente porque en este caso la crisis se ha centrado en las economías desarrolladas. Resalta que en la gráfica se aprecia una baja que es indicativa de una tendencia algo más moderada, en tanto que el aumento también fue bastante menor en comparación con la crisis asiática.

El Gerente de Análisis Internacional indica que con respecto a *commodities*, se aprecia que éstos han aumentado de manera relativamente generalizada. El petróleo WTI 9%, cobre 6%, pero claramente eso también se ha observado en algunos productos alimenticios como granos y cereales. Referente a los elementos que podrían explicar la evolución del precio del cobre, destaca en primer lugar, que la relación de inventarios para consumo, si bien ha aumentado, se mantiene relativamente acotada, en la medida que se considere una trayectoria relativamente amplia de tiempo. Es decir, los inventarios de cobre siguen estando bastante bajos en relación a lo que es su promedio histórico lo cual de alguna manera le ha dado sustento al precio del cobre.

Agrega que otro aspecto importante, especialmente considerando la coyuntura, está asociado al hecho que los PMI han estado aumentando y eso hace prever una demanda por el metal que pudiese aumentar. Reitera que en el día de hoy día se conoció el PMI de China el cual es relativamente positivo. Hace presente que en la gráfica exhibida China no aparece indicado porque es PMI ponderado, no obstante, considerando a China ésta equivaldría aproximadamente al 40% del total que se indica. Precisa que en la gráfica que muestra los PMI éstos están ponderados por el consumo de cobre, donde como ya indicaba, China cumple claramente un rol importante y eso pudiese estar teniendo efecto sobre el cobre en lo más reciente. Sin embargo, hacia delante, según las proyecciones de oferta y demanda suministradas por *Copper Reserch Unit*, que de alguna manera hace un catastro de proyectos de inversión y por lo tanto aumentos en la producción de cobre hacia delante, se observa que la oferta debería estar por sobre la demanda, no obstante, la demanda comenzaría a crecer particularmente hacia fines de este año. Asimismo, la oferta debería crecer por sobre lo indicado, lo cual debería tender a aumentar los inventarios de cobre en el mediano-largo plazo y ello también le podría poner un techo a la evolución que pudiese tener el precio del cobre hacia delante, todo lo cual otorga sustento para estimar que el precio se va a mantener en torno a un US$ 1,80 hacia delante. Precisa que US$ 1,85 es la proyección que se tiene y promediando este año en torno a US$ 1,80. Por su parte, el petróleo después de haber tenido una baja a fines del mes anterior ha tendido a recuperarse con fuerza en los últimos días. Añade que aplicando la metodología habitual de los futuros, se obtiene un precio promedio de 52 dólares para este año y de 64 dólares para el próximo, respectivamente.

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 exponga la parte nacional.

En relación con la última cifra sobre actividad, el señor Soto señala que la cifra del IMACEC de -0,7% estuvo influido, de manera importante, por una cierta recuperación en sectores de recursos naturales en particular EGA; por Agricultura, en particular la producción de uvas; y, además por el efecto de los días hábiles. Al respecto, indica que si la cifra antes mencionada se ajusta por estacionalidad y por efecto de los días hábiles, se ve que el nivel del IMACEC en la punta, o sea, en el dato en marzo, está en niveles más o menos estables y en niveles coherentes con los observados desde enero a la fecha.

Agrega que a nivel sectorial, no se ven todavía indicios claros de un rebote en el margen. Hay información que es un poco mixta. Por el lado de Industria, si bien el dato fue bastante negativo, se ven algunos sectores con rebote, en particular, aquéllos ligados a Inversión, que son los que más cayeron durante este episodio de crisis.

En cuanto a Comercio, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que es posible observar un rebote en mayoristas, pero algo menor en las ventas minoristas donde el índice agregado está bastante plano. Por el lado de Construcción, señala que también hay información que es más bien mixta, con adicionales en las ventas reales de materiales, una recuperación en los permisos, y el indicador sintético en general, continúa cayendo.

Por el lado de la demanda, el señor Soto menciona que se tiene el indicador coincidente que se construye con líneas de producción que muestra un cierto rebote en la punta, donde el consumo habitual podría estar exhibiendo un cierto rebote hacia delante. Señala que en contraposición a lo anterior, el consumo de durables no debería seguir presentando caídas adicionales. Sin embargo, advierte que cuando hace un par de meses, era posible advertir un cierto rebote en las importaciones de autos, con el dato de abril se puede ver que se volvió a producir una caída en dicha cifra, lo cual habla de que la debilidad en el consumo de durables se mantiene. Por otra parte, hace presente que se observaría un cierto rebote, si se consideran las importaciones reales hasta abril con proyecciones de precio. Por lo expuesto, el Gerente de Análisis Macroeconómico concluye que existe un panorama más bien mixto donde podría haber un cierto rebote en la parte habitual, y caídas adicionales en la parte durables.

En cuanto a la Inversión, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que también hay indicadores más bien mixtos. Se observa un rebote esperado en las importaciones de bienes de capital real, y precisa que en marzo hubo una caída bastante significativa que fue más allá de lo considerado. Agrega que cuando se ven los resultados de las encuestas a los empresarios, si bien se han recuperado un poco en el margen, todavía están en la zona pesimista, destacando en este episodio lo sucedido con las existencias, ya que aún se percibe que la sensación de los empresarios es que estas últimas están por sobre los niveles deseados. Ello, hace prever que podría haber desacumulaciones adicionales de existencias. Agrega que la información del catastro también se corrigió de manera importante a la baja en marzo, y menciona que algo que no había sucedido en diciembre, es que en esta ocasión salieron proyectos del *Pipeline*. Menciona que en el catastro de diciembre se habían producido postergaciones de proyectos y que esta vez salieron dos, cayendo a la baja en todo el horizonte.

Por el lado de la Construcción, el señor Soto indica que hay indicadores que pueden ser algo más positivos. En particular, señala que las ventas de viviendas han estado subiendo en los últimos meses, lo que en parte podría responder a la política agresiva de las propias empresas para tratar de liquidar sus *stocks*. Hace presente que los *stocks* han aumentado, lo que junto con el aumento de las ventas, se observa que la producción ha aumentado un poco, y los meses para agotar *stocks* han caído.

El señor Ministro de Hacienda consulta si ha aumentado la producción o si se trata de viviendas a medio construir que se terminaron.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que los meses para agotar stocks, coherente con este repunte en las ventas, han caído en el margen, pero que de todas maneras se mantienen en niveles bastante elevados comparados con lo que se tenían anteriormente. Indica que, en promedio, durante los últimos diez años vender los stocks se demoraba aproximadamente un año, y actualmente son dos años aproximadamente.

Respecto de la misma materia, el Consejero señor Sebastián Claro comenta que una manera de pensar cuándo podría venir una recuperación por el lado de la construcción es que obviamente las empresas inmobiliarias y las constructoras vuelven a stocks deseados y ello es una manera de medirlos. De este modo, comienza una recuperación, pero también debe ser bien cíclico determinar cuál es el nivel óptimo de meses de venta promedio.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto explica que en la crisis asiática, la recuperación fue a niveles más o menos comparables con los previos, e indica que ese el único antecedente que se tiene de ciclo. Aumentó efectivamente el mes para agotar stock en un momento, y después empezó a caer, pero a niveles comparables a los que traía en torno a un año más menos.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que la referida evolución de las ventas de vivienda, según lo que comenta la gente de la construcción, tiene que ver con la baja de tasas, pero también, aparentemente, con que las condiciones de los bancos se han revisado en un sentido positivo. Inicialmente, fueron muy duros y costaba mucho vender, pero en este momento, los bancos habrían también relajado en parte, y por tanto, están teniendo lugar las ventas. Agrega que si eso no existiera, sería muy difícil pensar en un aumento de ventas, aparte de lo que ha hecho la política monetaria por supuesto, de bajar tasas.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que hay elementos que se suman. Política monetaria; baja generalizada de lo que los bancos cobran, especialmente Banco Estado; y tercero, que el ahorro requerido por una familia es menor hasta 2000 UF porque subió el subsidio.

Al respecto, el Consejero señor Enrique Marshall señala que también hay un movimiento por parte de inversionistas que, según la información que ha recibido, estarían comprando 30 ó 40 departamentos en un edificio.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que la información que se presenta corresponde a datos trimestrales de Collect, que justamente refieren en parte algo que se mencionó. A fines de 2008 cayó la venta de viviendas en forma generalizada, observándose también en el último trimestre de 2008, una caída bastante significativa de las viviendas menores a 2 mil UF. Señala que parte de la recuperación de las ventas que se ha observado el primer trimestre de este año, corresponde justamente en ese segmento. Concluye que dicha información es coherente con el dato sobre permisos de edificación en que se ve un salto muy importante en permisos sobre todo en las viviendas pequeñas de hasta 2 mil UF aproximadamente.

Al respecto, el señor Ministro de Hacienda destaca que es en ese nivel donde operan los subsidios. Por ello, señala el Gerente de Análisis Macroeconómico, esta información es un poco más optimista hacia delante sobre todo porque los permisos entran en el cálculo de cuentas nacionales del sector construcción y además, porque considera una especie de promedio móvil y así, este aumento va a tener impacto en los meses venideros.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que ha recibido información sobre la existencia de un efecto de sustitución importante desde viviendas algo superior a 2 mil UF. Es decir, que hay un rango donde la gente no es que deje de comprar una casa, sino que opta por una más barata. Ello, es especialmente relevante en ese segmento, y por lo tanto, esa recuperación puede ser una sustitución desde casas que originalmente iban a ser de 3 mil UF a un aumento en el stock de construcción.

Al respecto, el Gerente de Análisis Macroeconómico precisa que de todas maneras los permisos, en la parte correspondiente al G1 -que son las casas más grandes- no se ve una caída, sino que está más o menos estable. Indica que no hay ningún indicador en la curva que esté mostrando caídas que pudiera hacernos pensar en esta sustitución de un segmento hacia otro.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que el año 1998, la recuperación fue muy apoyada por franquicias tributarias, pero que esta vez, la política monetaria está haciendo un trabajo bastante importante. Indica no recordar si en los paquetes fiscales ha habido alguna ayuda, y recalca que lo fundamental han sido los movimientos de tasas.

El señor Ministro de Hacienda comenta que esta vez ha habido un fuerte incremento de subsidios, pero para viviendas de hasta 2 mil UF, pero que no ha existido una modificación en el tratamiento tributario.

Continuando con su exposición, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el gráfico que muestra la evolución de los PPM recoge dos aspectos. Primero, la forma como ha operado la parte automática de la política fiscal, que es el ajuste en la recaudación tributaria que está vinculado al efecto cíclico de la recaudación, y la parte que está asociada a política exógena, donde se ve que hasta fines de 2008, hubo una caída de los PPM que probablemente está asociada a la menor actividad que se registró hacia fines del año pasado, y que hacia adelante se ven caídas adicionales del PPM, probablemente vinculadas a la política fiscal.

El Presidente señor José De Gregorio consulta a qué se refiere la vinculación mencionada.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que él no sacaría demasiadas conclusiones. Primero, porque la serie no es continua, o sea, se ajusta en mayo de cada año, dependiendo de la Operación Renta y, por lo tanto, no son comparables las cifras de un año respecto a las del año anterior. Se comparan al interior del período tributario. Segundo, los PPM evolucionan de acuerdo a los ingresos brutos de las empresas. Entonces, si una empresa por alguna razón está reduciendo inventarios y, por lo tanto, está reduciendo su nivel de actividad, pero sus ventas no las está reduciendo, no se va a ver reflejado en sus PPM. Entonces, si hubo un ajuste de inventarios fuerte en este ciclo, a no ser que ya se esté revirtiendo ese ajuste de inventarios y, por lo tanto, se puede asociar ventas brutas con actividad, indica que no extraería más información de la que realmente puede proporcionar.

El señor Ministro de Hacienda señala que el cambio de la ley es a partir de febrero, por lo tanto la primera caída del mes no incorpora eso todavía. Al respecto, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que ello es más bien cíclico.

Respecto de las proyecciones, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que la estimación del IMACEC para abril es de -3,2%, con un modelo que utiliza el consumo energético efectivo del mes. Agrega que con esta proyección, si se consideran las cifras desestacionalizadas, lo que se tendría es un nivel de IMACEC que sería básicamente estable, o sea, todavía no se observaría en la proyección de abril un signo claro de rebote en la actividad.

Agrega el señor Soto que con este antecedente, más una serie de otros elementos que están detrás de esta proyección, se está ajustando la proyección para el segundo trimestre a -2,9%. Esta proyección descansa en la estimación de la actividad del primer trimestre que fue de -2%. Este -2%, se basa en los IMACEC que se publicaron hasta el día martes y lo que se observa respecto a la RPM pasada, es básicamente una corrección adicional de Industria y de Comercio, con Construcción algo más positivo de lo que se tenía en abril, dado que los indicadores de la punta son más bien mixtos y se tiene información de catastro que es algo más mala. Señala el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que ello lo lleva a corregir en menos la proyección hacia el segundo trimestre para el caso de Construcción, y que se corrige a la baja el segundo trimestre en Industria y Comercio, dado que son sectores que son más persistentes en el tiempo.

Agrega el señor Soto que la velocidad es -1,6%, y que el segundo trimestre es 2,8 anualizado. En cuanto a la proyección de IMACEC a abril, indica que no es evidente que haya un rebote, y que se está suponiendo que hay un rebote en la proyección. Señala que el rebote que se observa es muy pequeño y que entonces, se estaría siendo algo optimista con la proyección. En general, se está proyectando un rebote desde un valle.

El señor Ministro de Hacienda pregunta si los datos del trimestre uno incorporan la revisión de cuentas nacionales que aún no es pública. Al respecto, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que ello puede cambiar en el dato que se publica. Agrega que el PIB del primer trimestre no está cerrado. Agrega que hay alguna revisión que hacer en el sector Construcción, por ejemplo, por el lado de las obras públicas; en Codelco; y, Consumo. Indica que por ese lado, todavía hay espacio para un cierre trimestral.

El Presidente señor José De Gregorio señala que el cierre que se prevé con todas las revisiones conocidas hasta ahora, es -1,6%. Consulta que si dado lo expuesto, que de aquí al 17 de mayo, fecha en que va a ser publicado, se continuará todavía con revisiones, cuál sería la dirección de las revisiones.

Al respecto, el señor Soto señala que por el signo de los datos, hay algún margen para un par de décimas todavía a la baja. Es un dato que estará disponible la próxima semana.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las perspectivas para la demanda, ahora coherentes con las correcciones que se acaban de mostrar, son más o menos similares a las que se tenía en la RPM pasada. Una demanda que cae menos el primer trimestre y que cae un poquito más el segundo. Agrega que la corrección del segundo trimestre, principalmente por Maquinaria y Equipos, era algo optimista, por lo que se está ajustando la proyección algo a la baja, y con los datos de que se dispone hasta ahora, sobre todo por el lado Consumo, se tendría una proyección algo mejor para el primer trimestre.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta por qué se está suponiendo que hay una caída de inventarios el segundo trimestre. Al respecto, el señor Soto señala que se trata de promedios móviles anuales y que la variación negativa de existencias sería bastante menor que la que hubo en el primer trimestre. Agrega que las proyecciones que se tienen son que la variación negativa era menos intensa que la del cuarto trimestre. Por ello, hacia delante, se está suponiendo que vuelve a haber una variación negativa, pero de menor intensidad que el primer trimestre. Recién hacia el tercer trimestre, se estaría observando una acumulación de inventarios.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que esta discusión le interesa por lo referido al ciclo. Indica tener la impresión de que la proyección puede ser incluso pesimista o a tall vez ligeramente pesimista, en el siguiente sentido, analizado bajo una lógica distinta. Si se produce primero una acumulación no deseada de inventarios, entonces se puede generar una recesión fuerte si es que se suma un *shock* con el que uno se deshace de los inventarios en exceso. Agrega que esa caída de inventarios es una reducción deseada de inventarios, lo que lo provoca. Si ello, es así, continúa el señor Consejero, no se sabe cómo interpretar esta reducción de inventarios del segundo trimestre, ya que si es una reducción no deseada, entonces lo que se produce son señales de un adelanto de un repunte bastante más fuerte hacia delante. Si es todavía una reducción deseada de inventarios, entonces se está hablando de otra cosa, pero advierte que no se cuenta con buenas cifras de inventarios, sin que esto último sea una crítica a la Gerencia de División Estadísticas.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que la única evidencia disponible es la encuesta que para el mes de abril todavía muestra que los inventarios están por sobre lo deseado.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que si las caídas de inventarios empiezan a ser no deseadas, las primeras, las que están acompañadas del bajón y el *chantón*, son deseadas y luego, las caídas de inventario empiezan a ser no deseadas. Lo que no se sabe es si ello es un adelanto de que el repunte que viene después es mucho más rápido de lo que se pensaba. Agrega que si esa fuese la interpretación, entonces estas observaciones serían más bien pesimistas que optimistas. Precisa también que está matizando la observación que hizo el señor Soto en cuanto a que las proyecciones son más bien optimistas. En opinión del Consejero señor Marfán, a lo mejor son más bien pesimistas, y que a lo mejor se está en un proceso de aceleración.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que las velocidades del segundo trimestre que se están proyectando, es de 2,8%, que corresponde en parte en Recursos Naturales y en parte, sectores Resto. Precisa que como se explicó anteriormente, el dato de marzo para Industria y Comercio fue peor de lo que se esperaba. Por lo tanto, se espera que la recuperación sea un poco más lenta el segundo trimestre, lo que se compensa en parte por Construcción. Comparando con lo que sucedió en el ciclo 1998-1999, se observa que por el lado del Consumo, la desaceleración por ejemplo de durable, es de una magnitud relativamente comparable con lo que pasó en ese episodio, aunque quizás algo menos intensa. Hacia delante se supone -estas son proyecciones- que hay un rebote en el consumo habitual. También se está corrigiendo un poco a la baja la corrección de Maquinaria y Equipo, respecto a abril que era algo optimista. Se supone que esto seguía plano, aunque en realidad, piensa que puede seguir cayendo todavía algo más en el margen, siendo lo más relevante que el sector Construcción y Obra es el que está sosteniendo la demanda. Está evitando que caiga tanto como cayó en el ciclo 1998-1999.

Respecto del Empleo, el señor Soto informa que, en términos interanuales, se observa una caída de -0,5% en el dato hasta marzo. Con ello, la tasa de desempleo se ubicó en algo por sobre 9%, de acuerdo con las cifras del INE; la cifra desestacionalizada llegó a 9 3%, con una evolución mes a mes del empleo con caídas adicionales en el margen. Respecto de los salarios, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que crecieron algo más que en febrero, lo que se explicaría por cosas estacionales que ocurren en algunos sectores en particular. En Educación, por ejemplo, los salarios crecen en marzo, al igual que en algunas cosas de Minería. Sin embargo, si se observa el costo de la mano de obra en los sectores X, las variaciones son bastante pequeñas, al igual que los IREM X. Con esto, entonces los salarios reales siguen subiendo, esto es hasta marzo, incidido por las deflaciones

que se presentaron desde diciembre en adelante, y si se ajusta el crecimiento de los salarios nominales por patrones de indexación más o menos históricos, se tiene que están relativamente en línea, o sea, no se ve una aceleración ni una caída adicional en los salarios, respecto a este patrón de indexación. En cuanto al dato de IPC, éste fue negativo nuevamente después de uno positivo en marzo. Menciona que la caída fue generalizada en casi todos los rubros, destacando sí caídas importantes en precios asociados a bienes de consumo durable. Precisa que con este registro de inflación, se tienen velocidades que están claramente por debajo de tres, cercanas a cero y, en algunos casos, velocidades negativas. Señala que lo mismo se observa en una serie de indicadores de inflación subyacente que están con velocidades que no son consistentes con la convergencia de la meta de 3%.

Respecto de la proyección de inflación, el Gerente de Análisis Macroeconómico destaca que existen muchos signos negativos. Informa que las caídas más importantes se produjeron en equipamiento de vivienda, que está asociado a algunos bienes de consumo durable como computadores, etc., a liquidaciones de vestuario que no se tienen contempladas en esta época del año. Agrega que la Gerencia asume un patrón de estacionalidad donde en esta época del año, se deberían ver aumentos de precio, mientras que lo que hubo fueron liquidaciones.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si lo anterior tiene que ver con el problema de estacionalizar el vestuario. Al respecto, el Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que el patrón que se supone para precio del vestuario considera tener liquidaciones en fines de temporada y no en esta época. En el mismo sentido, el señor Soto agrega que existen algunas tiendas que han tenido problemas financieros. Agrega que los ítems indexados a inflación pasada también están teniendo incidencias negativas, como por ejemplo, los arriendos. Ello, comienza a tener un impacto de persistencia en los nuevos registros. Señala que lo que sorprendió al alza fue salud, lo que no está asociado a los medicamentos sino que a los servicios de salud, en aspectos puntuales como salarios.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señaló que el error de proyección fue de aproximadamente cinco décimas. Agrega que hacia delante, están corrigiendo combustible un poco hacia arriba más por la trayectoria de la gasolina que por el precio del petróleo. Indica que la trayectoria de gasolina ha sido algo mayor que la que se preveía antes sobre todo hacia el final del horizonte de proyección. En cuanto a perecibles, el señor Soto señala que éstos presentan una trayectoria algo más baja, justamente por el dato sorpresivo de este mes, de la baja en frutas y verduras. Por lo tanto, señala que se está corrigiendo en algo a la baja la trayectoria de frutas y verduras hacia delante. Agrega que una reflexión como supuesto de trabajo importante, es que a partir de junio se empieza a devolver el Impuesto Específico a los Combustibles, provocando un aumento en el precio de éstos de aproximadamente 100 pesos hasta septiembre u octubre aproximadamente, para luego comenzar a operar el precio de acuerdo a la banda de estabilización del precio de los combustibles. Con estos antecedentes, el señor Claudio Soto señala que se estaría llegando a una inflación negativa en octubre de -0,6%, con inflaciones del IPCX1 muy bajas hacia delante y probablemente, con una variación mensual negativa en mayo. Aclara que esta proyección se realizó con los datos que llegaron durante la mañana correspondiente a la presente Reunión, por lo que no dispuso de demasiado tiempo para analizarla. En su opinión personal, esta proyección estaría algo sesgada al alza en términos de inflación, y podría ser que se tenga menos inflación hacia delante.

El Presidente señor José De Gregorio señala que mañana se va a contar con una proyección más definitiva. Indica que entre noviembre y diciembre, la inflación acumulada fue aproximadamente -1,3%, lo que quiere decir que noviembre y diciembre del año pasado es -1,3%, con lo cual podría subir en 1,3% si la inflación es 0% en ambos meses. El año terminaría con 0,7%. Señala que lo anterior sería bajo el supuesto antes mencionado sobre el impuesto Especifico a los Combustibles, ya que en el escenario alternativo, el resultado sería casi 0% a fin de año.

El señor Ministro de Hacienda señala que, en relación al referido impuesto específico, tiene la impresión que si se gatilla o no se gatilla es un problema de *shock* de oferta, y que en un horizonte de veinticuatro meses, podría afectar solamente por la lógica de indexación o efectos de rezago de la inflación, pero a la larga no debiera afectar eso. Agrega que en el corto plazo si la inflación es más baja las tasas de interés reales son más altas, para una misma tasa de interés nominal es más alta durante algún período de tiempo. Por ello, la implicancia para política monetaria sería un ajuste por el principio de Taylor. Agrega que como sea uno lo mida, quisiera saber cuánto de la desaceleración de la inflación también es inflación de demanda producto de la debilidad del ciclo. Consulta si eso es lo que se vería en el IPCX1.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que esa baja a 2% en el IPCX1, es en parte por el ciclo, pero también porque dejaron de ocurrir *shocks* al alza que afectaron, por ejemplo, los alimentos, que están saliendo, ya que dejaron de ocurrir.

Al respecto, el señor Presidente señor José De Gregorio señala que lo correcto sería mirar la velocidad de la inflación en el margen.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala su intención de destacar que en mayo se estaría en la meta en el IPC total, y que en junio se podría estar por debajo del rango de tolerancia.

En cuanto a los mercados financieros, el señor Claudio Soto menciona que, en general, las tasas están más o menos en línea con lo observado en la última RPM. Sin embargo, destaca el fuerte aumento que se produjo en las tasas el martes pasado con el anuncio del IMACEC. Informa que al día siguiente retrocedieron de manera importante, sobre todo la tasa del BCP2 que fue la que más saltó. Agrega que las tasas reales también han estado más o menos en línea, excepto del BCU-2, que ha caído adicionalmente hacia delante y la del BCU-5 que, por otra parte, ha estado seriamente al alza, respecto de la última RPM.

Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio agrega que hoy el BCP estaba cayendo y el BCU subiendo. Por su parte, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón comenta que todas las tasas estaban cayendo, salvo el BCU-2, debido a la inflación negativa.

Continuando con su exposición, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las tasas de colocaciones han seguido disminuyendo. Indica que por lo menos la tasa de colocación a 30-90 está en niveles comparables con los que se tenía antes de que empezara a desarrollarse la crisis financiera a mediados del 2007. Asimismo, indica que las tasas de consumo están algo más altas que lo que se tenía en esos niveles, pero obviamente más bajas, destacando la caída importante de la última semana en las tasas de consumo de 90-360. Por su parte, las tasas hipotecarias también han seguido cayendo, siendo las más relevantes las correspondientes a los créditos hipotecarios.

En cuanto a las colocaciones, el señor Claudio Soto señala que se observa que siguen creciendo a tasas bastante menores que las que venían registrando, pero todavía con una variación positiva mes a mes.

Respecto a la Bolsa, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que ha aumentado, en línea con las otras bolsas del mundo.

En cuanto a los agregados monetarios, el señor Claudio Soto destaca un rebote importante en el M1 en la variación en los últimos dos registros. Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán señala que no se cuenta con una demanda nocional de M1 para analizar la diferencia de los agregados monetarios porque esa es la que importa. Por su parte, el Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que se dispone de una que se ha presentado en otras ocasiones. La que se presenta es una demanda a saldos M1, muy por encima de lo que daba la ecuación sobre todo el periodo de *boom*, con una reversión muy brusca en los últimos meses a un nivel de demanda que es más acorde con el nivel.

Respecto a las expectativas de inflación, el señor Claudio Soto señala que, con vaivenes, están más largas, 100 más o menos estables, algo por sobre la meta y la 1 en 1 continúa por debajo de la meta en algo así como 2%, 3% ó 2,4%. Las de más largo plazo ya estaban ancladas en la encuesta de la Reunión pasada en 3%.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que el mercado está esperando inflaciones un poco más arriba de lo que el Banco estaba indicando en sus proyecciones, tanto en el corto como en el mediano plazo.

Siendo las 13:00 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 16:30 horas.

Siendo las 16:30 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 138.

El Presidente señor José De Gregorio señala que, de acuerdo a lo anunciado en la mañana, por esta ocasión se omitirá la exposición de la Minuta de Opciones de Política Monetaria, cuya lectura se solicitó realizar en forma individual y previa a esta reanudación, con el objeto de ajustarse al horario programado para el término de la presente Sesión. Sin perjuicio de lo anterior, se acuerda dejar constancia en el Acta del texto de la Minuta, el cual se transcribe a continuación:

"En la última RPM, el Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria hasta 1,75% anual, señalando que esta decisión aproximaba la tasa de política a un nivel coherente con el entorno macroeconómico y sus riesgos, estimándose, en todo caso, que podrían ser necesarias reducciones adicionales de la TPM.

Desde dicha reunión, las principales noticias que se han acumulado son las siguientes:

En el ámbito externo, los mercados accionarios siguen mostrando retornos favorables, a pesar de la ocurrencia de eventos potencialmente negativos para la confianza, como el brote de gripe AH1N1. La volatilidad no ha vuelto a aumentar, pero las condiciones crediticias en el mundo desarrollado siguen estrechas.

Se ha tendido a asentar un panorama de precios de *commodities* más elevados que a principios de año. Aunque las visiones de consenso siguen mostrando perspectivas de debilidad, en el margen se siguen apreciando signos de estabilización de las condiciones cíclicas o incluso de repunte en la actividad industrial y exportaciones en algunas economías asiáticas.

Localmente, el peso ha tendido a apreciarse y las tasas de interés de largo plazo han aumentado. Se continúa observando un entorno favorable para la emisión de bonos corporativos, y las tasas de colocación bancarias han continuado descendiendo. De todos modos, los estándares crediticios siguen siendo relativamente restrictivos y el ritmo de expansión del crédito es aún moderado.

Las proyecciones de actividad para el primer trimestre se han revisado al alza respecto de la última RPM. Sin embargo, ello no modifica de manera significativa el panorama de expansión para el primer semestre, aunque por primera vez desde hace un par de trimestres no se revisa nuevamente a la baja. La demanda interna continúa, sin embargo, en niveles reducidos.

La inflación de abril estuvo bastante por debajo de las proyecciones, con una evolución en general por debajo de lo previsto y con cierto quiebre en los patrones habituales de estacionalidad. Las medidas de expectativas de inflación se mantienen en niveles coherentes con la meta hacia el mediano plazo, a pesar de las perspectivas de variación interanual del IRC muy reducidas hacia el segundo semestre de este año.

Antes de conocerse el registro de inflación para abril, las distintas medidas de expectativas para la TPM anticipaban un nivel mínimo de entre 1% - 1,5% para los próximos meses, con aumentos a partir de principios del próximo año. Estas perspectivas para la TPM estaban probablemente influidas por la información mas reciente para el IMACEC, así como por el entorno financiero global menos deteriorado. La información del IPC de abril no ha alcanzado a modificar todavía las perspectivas privadas para la TPM y la inflación, aunque dada la magnitud de la sorpresa es razonable esperar que sí lo haga eventualmente.

Un antecedente central para esta reunión son las perspectivas y proyecciones contenidas en los borradores y reuniones asociadas al proceso de elaboración del *Informe de Política Monetaria* de mayo. Usando como supuesto metodológico para las proyecciones de crecimiento el promedio de las trayectorias proyectadas bajo distintos supuestos de velocidad de repunte del PIB hacia el segundo semestre, se obtiene un nivel para la TPM del orden de 1% hacia el tercer trimestre de este año. Dado lo anterior, junto con los antecedentes coyunturales y las expectativas privadas, se considera que las opciones de política monetaria más plausibles para esta reunión son una reducción de 25pb o una reducción de 50pb.

En primer lugar, en esta oportunidad la magnitud de la reducción está fuertemente determinada por el punto mas bajo del ciclo de tasas que se considere adecuado para esta coyuntura. Mecánicamente, mientras menor sea dicho nivel, mayor debería ser el movimiento de la TPM en esta ocasión. Por ejemplo, si se considera que lo más probable es que el nivel de la TPM más reducido que se alcanzará se ubica algo por encima de 1%, una reducción de 25pb parecería ser la adecuada, mientras que si el nivel más reducido está por debajo de 1%, entonces una reducción de 50pb es lo recomendable. Este argumento descansa en el supuesto de que es mejor alcanzar antes que después el nivel adecuado para la TPM, dada la agresividad de los movimientos entre enero y marzo. Debido a que habitualmente se considera más conveniente realizar movimientos de política que converjan gradualmente al nivel de la TPM objetivo, una reducción de 25pb dará la señal de que este nivel es mayor que si

la reducción es de 50pb, a menos que se cambie de manera significativa el sesgo hacia delante.

En todo caso, dada la configuración de proyecciones contempladas para este *Informe*, no parece probable que luego de la decisión de hoy, sea esta de una reducción de 25pb o de 50pb, se puedan descartar reducciones adicionales. Como se mencionó, el promedio de proyecciones del escenario base del *Informe* considera un nivel mínimo para este ciclo de la TPM más bien en torno a 1%, por lo que incluso luego de una reducción de 50pb no se puede descartar una reducción adicional.

En segundo lugar, es más relevante que en otras RPM considerar en esta ocasión el efecto que tenga la decisión de hoy en la estructura de tasas y en las expectativas de TPM futura. En efecto, más allá de la magnitud de la decisión de hoy, las trayectorias para la TPM en escenarios de crecimiento que consideran el promedio de las proyecciones discutidas en reuniones del IPoM llevan a una senda para la TPM por debajo de lo que espera el mercado. Esto, inevitablemente lleva a evaluar dicha trayectoria implícita en los precios de activos. Por una parte, el empinamiento de la estructura de tasas hacia el mediano plazo es indicativo del efecto de la menor incertidumbre global sobre los precios de activos en Chile. Por otro lado, las perspectivas de brechas y de inflación consideradas en el promedio de las proyecciones de escenarios sugiere presiones desinflacionarias que son relevantes. Por ello, validar el diagnóstico de mercado, en el sentido de que en algunos trimestres más se pueda iniciar un proceso sostenido de normalización monetaria, es por ahora aventurado, a menos que se considere que efectivamente la economía tomará pronto un repunte sustancial.

Por lo anterior, la decisión de política de hoy debe vincularse con el diagnóstico global de política monetaria contenido en el próximo IPoM. No es evidente que una reducción de 25pb, a menos que se agregue un sesgo muy explícito, sea plenamente congruente con un escenario donde se señale que la trayectoria hacia delante es más plana que la considerada por el mercado. En todo caso, este último diagnóstico se considerará una vez definida la decisión de hoy.

Al igual que en otras ocasiones, existen consideraciones comunicacionales y tácticas. En términos de lo que espera el mercado para esta reunión en particular, no parece que una reducción de 25pb o 50pb sea de por sí sorpresiva. Lo que probablemente sí sorprenda al mercado es si la decisión de hoy, cualquiera que ella sea, no considera un sesgo hacia delante. Por otro lado, el mercado naturalmente leerá de la decisión de hoy la dirección gruesa del mensaje del próximo *Informe*, en particular en lo referente a la evolución esperada de las holguras de capacidad y de la inflación hacia el 2010."

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra a los asistentes para que entreguen su opinión, respecto de la Minuta sobre Opciones.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán de Ramón indicó que comparte las Opciones presentadas por la Gerencia de División Estudios, las que sugieren una reducción de la TPM de 25 ó 50 puntos base para esta Reunión.

Señala que por el lado del crecimiento, las perspectivas son negativas. El -0,7% se explica por un cambio normativo en Estados Unidos que se le suma más bien cinco veces, y que probablemente va a restar para el próximo periodo. Por el lado de la inflación, que es más relevante incluso, el dato negativo del mes de abril y las perspectivas futuras, entregan un sesgo hacia la baja y por ello, no podría descartarse la presencia de un rango negativo hacia el tercer trimestre.

Por lo expuesto, el señor de Ramón señala que su recomendación al Consejo es bajar la TPM en 50 puntos base, manteniendo el paso que ha tenido desde la Reunión pasada.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan hace presente su interés por agregar algunos comentarios. En su opinión, es importante considerar en la decisión que debe adoptarse en esta Reunión, que las condiciones crediticias de la economía siguen siendo bastante más contractivas que lo que sugiere la tasa de instancia monetaria. Lo anterior, se explica por cuanto los *spreads* entre las tasa de libre riesgo y las tasas de captación de la banca a más largo plazo reflejada por los bonos o por las letras bancarias, se mantienen en niveles relativamente altos, por sobre 200 puntos base. Por otra parte, los *spreads* entre las tasas de captación y colocación a plazos similares y condiciones de reajustabilidad similares, también permanecen relativamente altos a pesar de las bajas en los meses recientes. A modo de ejemplo, menciona que el *spread* entre la tasa de captación y colocación a 180 días nominal está en 300 puntos base, siendo que el año pasado a igual fecha, se ubicaba cerca de los 100 puntos base. Entonces, en su opinión, se debe tener en cuenta que dada una expectativa de tasa de referencia hacia delante, las condiciones de refinanciamiento son más restrictivas. Enseguida, señala que el panorama extranjero, en términos financieros, no parece mejorar. Mes tras mes se observa como caen las proyecciones, en particular las privadas. En su opinión, lo anterior, sería un signo que en realidad el impacto de la economía real está siendo algo mayor al esperado originalmente y, en ese sentido, existe un deterioro respecto a la Reunión de Política Monetaria anterior.

Finalmente, el señor Cowan indica que la información que entrega la Gerencia de División Estudios sugiere que en el flanco interno corresponde tener bastante cautela respecto al rebote del *bottom in out*. Asimismo, los datos de inversión y de consumo durable todavía sugieren que la mejora o una posible mejora es incierta o incipiente. En su opinión, los tres puntos antes mencionados (condiciones crediticias efectivas, el mayor potencial impacto real de la crisis internacional en las economías mundiales y estas incipientes señales) sugieren que el Consejo debiera bajar la TPM en 50 puntos base en esta Reunión.

Siendo las 16:45 horas, se integra a la Reunión de Política Monetaria el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala compartir el análisis que presenta la Minuta de Opciones en cuanto a su diagnóstico. Indica que a diferencia de anteriores Reuniones de Política Monetaria, donde se produjeron cambios bruscos y, en algunos casos, dramáticos, entre lo que se había proyectado para la economía mundial y nacional y lo que finalmente ocurría, en esta Reunión, parecería que las innovaciones en la información disponible son bastante menores que en ocasiones anteriores.

El señor Ministro señala también que la evidencia es mixta y que comparte lo que alcanzó a escuchar de la exposición del señor Gerente de División Política Financiera. Indica que personalmente lo expresaría del siguiente modo. Señala que hay algunos indicadores que efectivamente aparecerían en Estados Unidos y en Chile, el efecto de segunda derivada, lo que no hay que menospreciar. Al mismo tiempo, se sabe que existen grados de incertidumbre variables como por ejemplo la inversión, respecto de la cual aún es muy temprano para tener mayores certezas, pero considera que sí hay indicaciones de que el conjunto de las acciones de política fiscal, monetaria, financiera y espera que de aquí en adelante, también las intervenciones pro empleo tengan un efecto. Dicho lo anterior, el señor Ministro de Hacienda agrega que es evidente que el contexto de la economía chilena sigue siendo difícil y por ello no ve razones para variar el diagnóstico y el consenso de la línea de acción que, en ocasiones anteriores, había trazado el Consejo, incluida la trayectoria de un lanzamiento monetario hasta relajamiento

que se llegara a una tasa menor, tanto en términos nominales como reales a la que hoy día está vigente. Por lo expuesto, el señor Ministro de Hacienda señala que también se inclina por una reducción de la TPM. Agrega que ve con preocupación la trayectoria de las tasas largas y señala no tener un diagnóstico personal que la explique, pero que lo pondría como tema de discusión a futuro.

El Presidente señor José De Gregorio agradece las opiniones de los señores Gerentes de División del Banco y del señor Ministro de Hacienda; y solicita al Consejero señor Sebastián Claro comenzar con la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que después de varios meses de noticias negativas, la decisión de hoy se da en un contexto en que se consolidan los datos que sugieren estabilidad en la caída de la actividad mundial. Indica que distintos indicadores, especialmente los precios de activos tanto en Chile como en el mundo dan indicios que existe una expectativa de recuperación a mediano plazo. Agrega que aunque todavía existen dudas sobre la velocidad de la recuperación – sin obviamente poder descartar escenarios más negativos –, su interpretación es que en las últimas semanas se ha producido un cambio de tendencia importante.

En el plano interno, el Consejero señor Claro destaca la sorpresa de las cifras de inflación. Con ello, se confirma la rápida caída de la inflación, que debiera llegar a niveles muy bajos durante el tercer trimestre para converger a 3% hacia fines del año 2010; y, aún más importante, el tamaño del ajuste en el gasto observado en los últimos 6 meses. Agrega que con todo, las cifras de inflación subyacente corregidas por los ajustes metodológicos introducidos en la medición del IPC en los últimos meses, entregan un panorama de desinflación importante, pero bastante más gradual que el IPC.

En el ámbito internacional, el Consejero señor Sebastián Claro destaca dos puntos. En primer lugar, que los datos tanto de actividad como de precios de activos en Estados Unidos son auspiciosos. Al respecto, señala que estas cifras todavía no dan luces respecto de la velocidad de recuperación que podrían mostrar las economías desarrolladas, pero son elementos positivos consecuentes con el aumento en precios de activos y con las mejores perspectivas observadas en Chile. Por otra parte, reitera sus dudas sobre el mecanismo de pruebas de tensión implementado en los Estados Unidos, ya que su difusión e impacto constituyen una fuente de incertidumbre importante. La determinación de falta de capital basado en modelos elaborados con tanta anticipación, altamente arbitrarios, y con demoras en su entrega, pueden generar ruido en el sistema financiero que ha demostrado ser particularmente sensible a estas noticias.

Comenta el señor Consejero que dados los niveles de la Tasa de Política Monetaria y las perspectivas de inflación, la División de Estudios sugiere, y en línea con lo esperado por el mercado, que el nivel al cual se debiera estabilizar la Tasa de Política Monetaria es inferior al actual. Al respecto, señala que las estimaciones van entre 25 puntos base y 75 puntos base menos. Por ello, las alternativas de 25 puntos base y 50 puntos base se enmarcan en este contexto.

En su opinión, dados los niveles de *spreads* en las tasas de interés, este rango para la Tasa de Política Monetaria la hace menos expansiva que los niveles equivalentes alcanzados en periodos anteriores donde el nivel de expansividad de la política monetaria era significativamente mayor. En este sentido, indica que parece adecuado avanzar en el margen hacia una política monetaria más expansiva dada las menores expectativas de inflación y actividad.

Continuando con su exposición, el Consejero señor Sebastián Claro señala que la decisión de hoy está gobernada por la decisión acerca de la trayectoria de tasas que el Banco espera comunicar al mercado en el contexto del *IPoM*. En términos generales, la trayectoria de tasas de mercado no difiere significativamente del escenario base del *IPoM*, por lo menos en el corto plazo. Asimismo, las perspectivas para la actividad están también en rangos esperados por el mercado, aunque en el margen algo por sobre las expectativas de mercado. Indica que lo anterior consiste en recalcar lo fundamental de la consistencia y coherencia de la comunicación del Banco. En efecto, precisa que no es aconsejable sugerir una trayectoria de tasas significativamente menor a la del mercado si se considera que la actividad y la inflación van a tener una trayectoria similar – sino algo por arriba - a la esperada por el mercado. Al respecto, advierte que se corren dos riesgos: (a) se debilitan las perspectivas sobre recuperación de la actividad que se tiene y que se quiere comunicar, decisión que no sería fácil de interpretar; y (b) se arriesga un empinamiento de la curva de rendimiento dada la necesidad futura de tener que subir tasas. Destaca que el mercado ya está marcando alzas muy moderadas de la tasa a partir del último trimestre de este año – lo que no necesariamente está en el escenario base –, en un contexto de mejores expectativas. Señala que si estas mejores expectativas se consolidan y nuestra decisión se aleja en el corto plazo de lo esperado por el mercado, las tasas largas podrían subir y limitar el impulso monetario deseado. Señala que el Banco debe ser cauteloso en no sobreaccionar con la tasa corta para no inducir así aumentos mayores en las tasas largas.

Por lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro considera que las alternativas de bajar 25 puntos base y mantener el sesgo, o bajar 50 puntos base y remover el sesgo son equivalentes. Por el contrario, eliminar totalmente el sesgo le parece poco creíble, y no se está en condiciones de hacerlo. Sin embargo, una reducción de 50 puntos base sin un cambio significativo en el sesgo, entrega una señal confusa al mercado en conjunto con las proyecciones de inflación y actividad del *IPoM*.

Agrega que su preferencia es por reducir la TPM en 50 puntos base, y modificar el sesgo, el que debe dar espacio para una baja en el futuro, pero también que sea lo suficientemente amplio como permitir una postergación de esa baja o simplemente no efectuarla. En todo caso, advierte que lo más importante es que se deje claro que la tasa debiera permanecer a niveles similares a los actuales por el tiempo necesario para cumplir con los objetivos de inflación del banco.

En consecuencia, el Consejero señor Sebastián Claro vota por reducir la TPM en 50 puntos base.

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

Hace presente que a esta Reunión se llega después de completar la preparación del próximo *IPoM*, lo que permite adoptar la decisión de política monetaria sobre la base de un análisis mucho más comprensivo que el habitual y que incluye un ejercicio completo de proyecciones de mediano plazo.

Al respecto, menciona que el escenario macro sigue mostrando en lo fundamental un sello adverso, donde si bien han surgido algunas noticias alentadoras, deben ser monitoreadas con atención antes de extraer conclusiones.

En el frente externo, los mercados financieros denotan una mayor inclinación por riesgo, en tanto que los precios de las materias primas han vuelto a subir. Por su parte, las proyecciones de crecimiento han dejado de observar correcciones a la baja de la magnitud registrada en meses anteriores. Con todo, el Consejero señor Marshall hace presente que los riesgos siguen siendo altos. Menciona también que particularmente crítica sigue siendo la recuperación de la solvencia de los bancos y la estabilización de los flujos crediticios.

En el frente interno, los mercados financieros domésticos muestran, en general, una gradual normalización, que se ha visto apoyada por el accionar de la Política Monetaria. Las tasas de interés enfrentadas por los clientes observan un buen grado de traspaso de las rebajas en la Tasa de Política Monetaria, a lo que se agrega que las condiciones de acceso no se han seguido endureciendo y que incluso existen algunos indicios que se habrían suavizado en el margen. El Consejero señor Marshall hace presente que lo anterior podría responder a una reacción de los bancos frente a la fuerte caída en la demanda por financiamiento.

Por otra parte, el mercado de bonos muestra un importante volumen de actividad, debido al interés de las empresas por sustituir fuentes de financiamiento externas por internas. Ello, podría estar poniendo presión sobre las tasas de largo plazo.

Agrega el señor Marshall que sí bien el último IMACEC resultó mejor de lo esperado, el panorama en materia de actividad no ha cambiado sustancialmente. Destaca que dicho panorama continúa muy marcado por la caída observada en el tercer trimestre del año pasado y por la debilidad de la demanda interna. Por todo ello, las proyecciones para el año en su conjunto no son halagüeñas. En el escenario más probable, las holguras de capacidad se mantendrán en niveles elevados por un período de tiempo prolongado.

El mercado laboral se ha deteriorado y está reflejando con creciente intensidad los efectos del actual cuadro macro. Sin perjuicio del alivio que tendrán las acciones recientemente anunciadas por el Gobierno, lo más probable es que no se tengan buenas noticias sobre esta materia en los próximos meses.

En cuanto a la inflación, el Consejero señor Enrique Marshall señala que la cifra recién conocida, que sorprendió a la baja, reafirma una fuerte tendencia descendente y las perspectivas de un panorama con índices bastante bajos hacia delante. Por su parte, las remuneraciones siguen también una tendencia descendente, congruente con el comportamiento de la inflación.

Destaca el señor Consejero que el mercado anticipa nuevos recortes en la Tasa de Política Monetaria en los próximos meses, ubicando el piso en alrededor de 1,25%, algo más abajo que hace un mes atrás. Para esta Reunión, se esperaba una rebaja de 25 puntos base, antes de conocer la cifra de inflación de este mes y, que probablemente una vez conocida la última cifra, la expectativa de un recorte de 50 puntos base ha ganado fuerza.

Menciona también que habría que señalar que las proyecciones efectuadas en el marco de la preparación del *IPoM* incorporan como supuesto de trabajo una Tasa de Política Monetaria que llega hasta niveles por debajo de lo que espera el mercado, por lo menos con la información disponible hasta el día de ayer.

Por ello, con estos antecedentes, surge con bastante claridad la necesidad de proceder a un nuevo recorte de la Tasa de Política Monetaria, ya que si bien su nivel es ya bastante bajo, existe todavía espacio para actuar, lo que debe ser aprovechado.

En esa perspectiva, hace presente el Consejero señor Marshall que las opciones sometidas a la consideración del Consejo le parecen razonables, ya que están bastante alineadas por las expectativas de mercado. En todo caso, hace presente que en estas circunstancias, lo más importante será la señal que entregue el Banco sobre el curso futuro de la Política Monetaria y, en particular, sobre el nivel que podría alcanzar la TPM en este ciclo de ajuste.

Hace presente que como gran parte del ajuste se encuentra efectuado y la Tasa de Política Monetaria se ubica en un nivel bastante bajo, se podría sostener la conveniencia de dosificar o graduar los próximos movimientos, y mantener así una cierta capacidad de reacción hacia delante. Ello, llevaría a recomendar un recorte de sólo 25 puntos base en esta oportunidad.

Sin embargo, en estas circunstancias, un ajuste de esa magnitud sería interpretado como algo tímido, y sugeriría una convergencia de la Tasa de Política Monetaria hacia un nivel no muy distante del actual, lo que no resulta congruente con nuestras proyecciones. Para ser suficientemente equilibrado, un recorte de 25 puntos base requeriría ir acompañado de un marcado sesgo bajista, pero la combinación de ambas señales no sería fácil de leer o interpretar por parte del mercado.

La opción alternativa, de una rebaja de 50 puntos base, resulta más alineada con el escenario base y cubre de mejor forma el riesgo de que la debilidad de la demanda y las bajas tasas de inflación permanezcan por un tiempo prolongado. Por lo tanto, el Consejero señor Enrique Marshall señala que se inclina finalmente por esta opción, con un comunicado que deje abierta la posibilidad de nuevos recortes.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall vota por bajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base, para dejarla en 1,25%.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del staff que, en esta oportunidad, se beneficia de la cercanía del próximo *IPoM*. Agrega que hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la anterior Reunión, contenido en el párrafo dos de la minuta de Opciones.

Señala que a la información mencionada, vale la pena añadir, más que antecedentes, algunas reflexiones sobre el escenario internacional. En primer lugar, el Consejero señor Marfán señala que es posible que lo drástico de las caídas en crecimiento que se dieron a fines del año pasado y a comienzos de éste en las principales economías, sean también producto de un ajuste de inventarios y, por lo tanto, no se puede descartar la posibilidad de un repunte rápido en la actividad. En segundo lugar, señala que existe un elemento que ya se había anotado en la discusión, pero que quiere recalcar en su votación: la sincronía del ciclo económico anormalmente elevada, donde la desaceleración ha sido casi simultánea en muchas economías y es probable que la salida también lo sea. Finalmente, en tercer lugar, indica que a su juicio, las burbujas de excesos de endeudamiento y otros afines, normalmente son la consecuencia más que la causa de grandes desequilibrios y que esos grandes desequilibrios globales a los cuales se ha hecho referencia en otras oportunidades, no se han eliminado. En consecuencia, precisa que siguen habiendo riesgos importantes, especialmente en un cuadro de salida rápida de la actividad sin que haya ajustes en los precios relativos.

En lo interno, el Consejero señor Manuel Marfán señala interesante y relevante separar en la reducción de las perspectivas de inflación hacia delante, aquéllas que se explican por *shocks* de oferta y de demanda. Indica que, en ambos casos, la recomendación debiera ser reducir la tasa de política, pero por razones distintas. Si hay una desaceleración de la inflación por razones de oferta y se mantiene una tasa de interés nominal durante algún período, la tasa de interés real obviamente que es mayor. En consecuencia, por un puro y simple argumento del Principio de Taylor, la tasa de interés nominal debería, dependiendo del horizonte que se estime sea el adecuado para estos efectos, acompañar una reducción de las perspectivas de inflación. Agrega que en el caso de los *shocks* de demanda, la obligación de la política monetaria, en un esquema de metas de inflación, es estimular la demanda agregada para retornar también rápidamente al equilibrio que incluye la meta de inflación. Por lo tanto, señala que todo apunta a una reducción de la tasa y que nuestros modelos -y también el mercado- calculan que llegaría a niveles que están todavía muy por debajo del nivel actual.

En consecuencia, de las opciones que plantea la Minuta de la División de Estudios, el Consejero señor Marfán señala que se inclina claramente por la reducción de los 50 puntos base. En las actuales condiciones del ciclo es importante llegar rápido a la tasa de interés deseada, para efectos del impulso monetario que se requiere. Advierte que a juicio exclusivamente suyo, el único argumento que lo hace dudar, aunque no lo va a hacer cambiar su voto, es la probabilidad que la recuperación de la actividad sea más rápida que la prevista, ya que hay elementos que no permiten descartarlo, especialmente, como ya lo mencionó anteriormente, por el hecho que buena parte de la reducción de la actividad en Chile a fines del año pasado y a comienzos de éste, ha coincidido con un ajuste muy brusco de inventarios, que perfectamente no puede descartarse que tenga una reversión también rápida. Sin embargo, precisa que aún cuando esto es un escenario posible, el costo de equivocarse de rebajar de 50 puntos base en lugar de 25, en caso que se dé ese escenario, es mucho menor que el costo que tendría bajar la tasa en 25 puntos base cuando la hipótesis correcta es que la salida pudiera ser eventualmente más débil.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Manuel Marfán indica que su voto es por rebajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que en la Reunión de Política Monetaria de abril pasado, se destacó que podrían ser necesarias reducciones adicionales de la Tasa de Política Monetaria en el futuro. Indica que existen dos antecedentes claves para la decisión del día de hoy: los desarrollos recientes de los últimos 30 días en el plano externo e interno, y el contenido del Informe de Política Monetaria en elaboración, con su análisis y evaluación del curso de la política monetaria futura que es coherente con la meta inflacionaria.

Menciona que los desarrollos recientes que más incidencia tienen en la decisión de hoy son, en el plano externo, la constatación de mayores signos de estabilización, especialmente en el plano financiero, en la forma de recuperaciones de los mercados accionarios, así como de reducciones en los *spreads* de crédito y premios por riesgo. Precisa que ello ha sido acompañado por un alza en los precios de los *commodities*, y signos de un repunte de la actividad industrial y de las expectativas de los agentes económicos.

Sin embargo, estos antecedentes, a los que se unen los ejercicios de tensión realizados a 19 bancos de carácter sistémico en EE.UU., más que reflejar el inicio de una recuperación, son indicativos de que se ha reducido la probabilidad de ocurrencia de los escenarios adversos más extremos.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que en el plano interno, la mejoría de las expectativas externas se ha reflejado en diversos indicadores financieros, particularmente en el mercado accionario. Agrega que el mercado financiero opera con mayor normalidad, y las tasas de colocación bancaria han continuado ajustándose a la baja, en tanto la emisión de bonos corporativos alcanzó niveles récord en abril. No obstante, el crédito bancario crece a tasas muy reducidas y el grueso de las operaciones son de refinanciamiento.

En materia de actividad, el IMACEC de marzo sugiere que la economía chilena se encuentra algo más cerca de una estabilización y se abre la posibilidad de que en el segundo trimestre pueda iniciarse una recuperación del crecimiento, al menos en términos secuenciales.

Sin embargo, tal vez, el más relevante de los antecedentes recientes es la cifra del IPC de abril, que no sólo estuvo medio punto por debajo de las expectativas del mercado, sino que mostró caídas en un amplio número de rubros, lo que sugiere que persiste un cuadro de debilidad generalizada en la demanda interna.

En tanto, las expectativas de inflación se mantienen a niveles coherentes con la meta de mediano plazo.

Sin embargo, el señor Vicepresidente señala que el antecedente más importante para la decisión de hoy es, sin duda, el contenido del Informe de Política Monetaria de mayo.

El diagnóstico de este Informe, luego de evaluar diversas trayectorias plausibles de recuperación de la economía chilena a partir del segundo semestre, es que la Tasa de Política Monetaria objetivo que garantiza la convergencia inflacionaria, se encuentra en torno al 1% en el tercer trimestre. Este nivel está algo por debajo de los valores que consideran las expectativas privadas.

Señala que en base a estos antecedentes, la Gerencia de División Estudios plantea dos posibles opciones de política; reducir la tasa de política monetaria en 25 puntos base, o bien, en 50 puntos base. En su opinión, sin duda cualquiera de las dos opciones permitiría acomodar el recorte de 75 puntos base, necesario para alcanzar una tasa de 1% en el espacio de un trimestre.

En tal sentido, destaca que en la medida que los riesgos sigan sesgados a la baja en materia de actividad e inflación, parece más apropiada una estrategia más proactiva y menos gradual, de manera de dejar al Banco Central mejor preparado para enfrentar escenarios alternativos.

Por otra parte, indica que si se tiene la percepción de que los riesgos se encuentran más equilibrados, la estrategia de reducción gradual tiene ventajas, ya que los minimiza ante cualquier cambio de escenario.

En su concepto, el antecedente que inclina la balanza a favor de un ajuste más proactivo es la cifra del IPC de abril, ya que sugiere que la economía sigue enfrentando un cuadro de debilidad generalizada de la demanda interna.

Frente a este cuadro, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que la opción de un recorte de 50 puntos base, tiene ventajas por sobre la opción alternativa; y también considera necesario incluir un sesgo en el comunicado que dé cuenta de la trayectoria

futura más probable de la Tasa de Política Monetaria que surge del Escenario Base del Informe de Política Monetaria de mayo, destacando que el período de relajamiento monetario se encuentra próximo a terminar.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux vota por reducir la TPM en 50 puntos base, hasta 1,25% anual.

El Presidente señor José De Gregorio señala que las noticias más recientes han presentado algunas sorpresas. En primer lugar, el IMACEC fue levemente sorpresivo al alza, pero no en una magnitud que permita cambiar la evaluación del escenario de debilidad económica durante el primer trimestre. Por su parte, el IPC de abril fue significativamente menor a lo esperado, confirmándose de este modo, un panorama de presiones inflacionarias muy contenidas. Agrega que este panorama se reafirma si a lo anterior se suma la apreciación del tipo de cambio en torno a 3% desde la última Reunión de Política Monetaria, y una evolución de los salarios coherentes con la meta.

Por último, indica que los temores a una propagación prolongada de los *shocks* inflacionarios acumulados desde el 2007 se han disipado, aunque no es posible descartar presiones subyacentes en algunos sectores específicos. En resumen, el señor Presidente señala que continúa un ambiente de debilidad en la actividad e inflación, con perspectivas de permanecer por algún tiempo por debajo de la meta de 3%.

Continuando con su votación, el Presidente señor José De Gregorio señala que se han presentado cinco registros de inflación negativa en los últimos 6 meses, lo que aumenta la probabilidad de tener por algunos meses, más adelante, registros negativos en 12 meses. No obstante, considera importante destacar que ello no constituye un período de deflación, entendido como una caída sistemática de los precios en un ambiente de una prolongada recesión. Al respecto, hace presente que con solo observar las comparaciones internacionales en materia de actividad, se puede concluir que nuestra economía está lejos de un proceso de debilidad como el que enfrentan las naciones desarrolladas y muchas economías emergentes, incluso con inflaciones superiores a la nuestra. Explica que lo que ocurre en Chile es que se están deshaciendo con rapidez los aumentos de precios que tuvieron su origen en un *shock* de precios internacionales y que ha estado sujeto a una propagación dentro de rangos normales. Sin embargo, advierte que un riesgo en materia internacional es que se configure un panorama deflacionario global, pero que tampoco se puede descartar un aumento de la inflación en el mediano plazo. Lo anterior, grafica el nivel de incertidumbre global.

Respecto de los niveles de actividad de la economía internacional, señala que hay algunos signos preliminares de que los países desarrollados estarían llegando al piso de su desaceleración, aunque no es posible descartar nuevas turbulencias. Con todo, precisa que el panorama externo sigue siendo altamente incierto así como la dinámica de actividad y de precios de la economía chilena.

En este contexto, se reafirma la necesidad de continuar con la relajación monetaria iniciada en enero para asegurar que la inflación proyectada converja a la meta. En su opinión, no hay novedades que sugieran desviar este proceso que se iniciara hace meses. En el margen, habría incluso señales parciales que lo reafirman como la noticia inflacionaria. Esta relajación es también coherente con un adecuado manejo de riesgos, en que la materialización de escenarios de mayor debilidad mundial, turbulencias financieras y presiones deflacionarias tendría costos mayores que los que se pudieran generar de la materialización de escenarios más auspiciosos. Agrega que lo se debe intentar prevenir son las consecuencias sobre la actividad y, consecuentemente sobre la inflación, escenarios que aunque menos

probables que algunos meses atrás, son de mayor deterioro global. Señala que tal como lo mencionara el Consejero señor Manuel Marfán en su votación, si la recuperación es algo más rápida por las noticias más recientes, estas mismas noticias indicarían que sería probablemente con inflación contenida. Así se ha justificado y se seguirá justificando una relajación monetaria *frontloaded* y significativa.

A juicio del Presidente señor José De Gregorio, la pregunta central que se debe empezar a responder es hasta donde llegará la Tasa de Política Monetaria y cuándo debería concluir este proceso. De las estimaciones discutidas por el Consejo en la preparación del *IPoM*, se concluye que ésta debiera situarse cerca de 1%. Si a ello se agregan consideraciones de manejo de riesgo en los escenarios más costosos, considera que se puede sostener una tasa de 0,75% en los próximos meses. Esto, es algo por debajo de lo que podrían predecir los modelos vistos hasta ayer, pero su magnitud es menor comparada con los costos de los riesgos que se enfrentan. Por lo tanto, estima que la Tasa de Política Monetaria debería llegar a ubicarse entre 0,75% y 1%. La siguiente pregunta es ¿cuándo? Al respecto, indica que su preferencia y las características de la situación actual, sugieren que ello debiera ocurrir luego, para así anunciar que el período de relajación monetaria habría concluído.

En este sentido, le parece razonable el argumento de las Opciones donde se señala que si en el *IPoM* se dice que se pronostica quedar bajo las tasas implícitas en la *forward*, hay que hacer una rebaja de 50 puntos base en la Reunión de hoy. De esta forma, se podrá estar a niveles en que el proceso de rebaja de tasas culmine en la próxima Reunión. Finalmente, el señor Presidente señala que el sesgo de hoy no puede ser igual a los anteriores, ya que debiera indicar que el proceso está concluyendo.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio vota por rebajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base a 1,25%.

138-01-090507 – Tasa de Política Monetaria.

En consecuencia, el Consejo aprobó por la unanimidad de sus miembros, rebajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base hasta 1,25% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,25% anual.

En el ámbito externo, algunos datos recientes sugieren que las perspectivas de crecimiento global para este año han tendido a estabilizarse. Aunque la incertidumbre persiste, las bolsas han repuntado y los precios de los productos básicos, en particular del cobre y del petróleo, han aumentado.

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

El Consejo no descarta que sea necesario reducir nuevamente 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;25 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDIVAR
Ministro de Fe (S)

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 140
celebrada el 16 de junio de 2009

En Santiago de Chile, a 16 de junio de 2009, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular, don José De Gregorio Rebeco, y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Desormeaux Jiménez, y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asisten también los señores:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Garmboa;
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 Sénior, doña Erika Arraño González;
Economista Sénior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesora de la Presidencia, doña Mariana García Schmidt; y
Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria Nº 140, señala que conforme al Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de diciembre de 2009, para el día 15 de dicho mes.

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

El señor Sergio Lehmann inicia su presentación refiriéndose a las cifras de actividad industrial que se han conocido durante el primer trimestre del año, las que indican que la velocidad de caída del PIB se moderó en varios países, entre ellos Estados Unidos; que rebotó en algunos de Asia emergente, como Taiwán, Singapur y República de Corea; y que esta se profundizó en la Zona Euro, el Reino Unido, Japón y otras economías emergentes.

En relación con las exportaciones, el Gerente de Análisis Internacional señala que presentan mejoras en el margen algo más destacadas en las economías emergentes, como es el caso de Brasil, y resalta el caso de República de Corea, que exhibe una recuperación significativa. Las economías desarrolladas, en cambio, registran recuperaciones bastante más moderadas y sustancialmente inferiores a las observadas a comienzos del año 2007.

En cuanto a las importaciones, el señor Lehmann menciona que se mantienen débiles, particularmente en las economías desarrolladas, y que muestran una leve recuperación en las economías emergentes, lo que explica, de alguna manera, el interés por reactivar las inversiones en el mundo.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si en el caso de Chile las importaciones de bienes de capital también están aumentando, a lo cual el Consejero Manuel Marfán comenta que ellas están rebotando más que subiendo y el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, agrega que, medidas en doce meses, dichas importaciones continúan cayendo. El Gerente de División Estudios concluye el intercambio de opiniones sobre este punto explicando que, luego de la fuerte caída que se produjo en marzo, se observa un rebote.

El Gerente de Análisis Internacional reanuda su exposición indicando que las expectativas de las empresas continúan mostrando mejoras en general, así como también las de los consumidores, particularmente en algunas economías de Asia, mientras que en Estados Unidos, si bien se registran signos de recuperación, estos todavía alcanzan niveles muy por debajo de lo normal, dando cuenta de una debilidad de la economía y del mercado laboral, que explican, además, la baja en el consumo. Agrega, que el gasto real tiene alguna correlación importante con la creación de empleo y que, aun cuando esta última continúa registrando una caída, no ha sido de la magnitud de la observada en meses anteriores. Ello ha incidido, en cierto grado y de manera positiva, en las expectativas del mercado, aunque claramente se aprecia aún una situación de alta debilidad.

El señor Sergio Lehmann exhibe la gráfica con la evolución de las solicitudes de subsidio de desempleo durante las crisis de los años 1975, 1980, 2001 y 2009, destacando, en primer término, que son bastante más altas en la actual crisis, talvez porque la fuerza de trabajo es algo mayor que en los otros ciclos recesivos; y, en segundo lugar, que si bien se han reducido las solicitudes de subsidio de desempleo, la caída es bastante moderada en comparación con otros períodos recesivos. Agrega, que lo planteado está asociado a algunas visiones que dan cuenta de que cuando las solicitudes de subsidio de desempleo tienden a caer consecutivamente, es señal de una eventual llegada al piso de la economía, lo que, en algún grado, también es leído positivamente por los mercados.

En materia de desempleo, el Gerente de Análisis Internacional hace notar que las tasas de desempleo registran aumentos significativos en todas las economías. Menciona, específicamente, el caso de la Zona Euro, donde estas alcanzan a 9%, aproximadamente, y resalta el hecho de que en España ella bordea 20%, por lo que se desprende que otras economías de esa región exhiben tasas de desempleo más moderadas.

El señor Lehmann prosigue su exposición manifestando que en cuanto a crecimiento, las cifras del primer trimestre de este año arrojaron sorpresas negativas, incluso de mayor magnitud que las esperadas, en particular, en algunas economías asiáticas.

El Consejero Sebastián Claro consulta acerca de las razones por las que se califica como una sorpresa, a lo cual el señor Lehmann responde que ello obedece a que las cifras resultantes fueron peores que las esperadas.

El Gerente de Análisis Internacional continúa informando que, por primera vez después de casi un año, se han estado revisando al alza las proyecciones y el crecimiento del 2009, lo que estaría asociado fundamentalmente a una perspectiva para el segundo semestre del año algo menos negativa que lo previsto. A modo de ejemplo, se indica que en el caso particular de Estados Unidos se está observando una caída de una magnitud más moderada

que el 3% proyectado, y que para el mundo se proyecta una décima más de crecimiento que en mayo. Añade, que las proyecciones son algo más positivas para el año 2010, ya que se están corrigiendo en dos décimas al alza, esto es, se espera un crecimiento de 2,3%, cifra plenamente en línea con lo anunciado por el Fondo Monetario Internacional el día anterior.

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, compara el crecimiento del mundo y el de Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2008 con el experimentado en el primer trimestre de este año, subrayando la caída de 2,5% de la economía chilena durante este último período.

El Presidente señor José De Gregorio reafirma lo señalado por el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux y sugiere efectuar una comparación entre dos semestres consecutivos para apreciar la magnitud de la caída, no solo respecto del mundo y de Chile, sino que también respecto de otros países. Concluye, en todo caso, subrayando que el crecimiento del primer trimestre de este año fue tan malo como el del cuarto trimestre del año pasado.

El señor Sergio Lehmann continúa, señalando que si bien las trayectorias para la actividad mundial del G4 y de los socios comerciales, experimentaron una caída algo más profunda que la esperada, su evolución ha sido ligeramente superior a lo contemplado en el IPoM de mayo de 2009.

Al respecto, el Consejero señor Sebastián Claro pregunta si el aumento que se registra luego de la caída del primer trimestre 2009 hace presumir una recuperación más rápida que permita terminar el año con un crecimiento mayor; si este incremento se basa en algún dato duro o en meras proyecciones; y, si las correcciones respecto de lo planteado en el IPoM de mayo tienen asidero en indicadores que ya se están observando, como indicadores líderes de la actividad real, o si son aún el resultado de una suerte de movimiento estadístico.

El Presidente señor José De Gregorio acota que los datos presentados son solo estimaciones y que si bien elevan ligeramente la proyección, los resultados no representan un cambio muy significativo. El señor Lehmann confirma lo expresado por el Presidente señor José De Gregorio, agregando que aún no hay datos duros que apoyen necesariamente una recuperación tan importante y que los efectos centrales que están detrás de ellos son el leve mejoramiento que muestran las importaciones a nivel mundial, la confianza que ello pudiese empezar a reflejarse en el consumo y la inversión, y la normalización de los mercados financieros, que exhiben riesgos interbancarios bastante más reducidos, lo que hace prever que el funcionamiento del mercado bancario tenderá a normalizarse en algún grado.

El Consejero Manuel Marfán señala que del análisis de las cifras de crecimiento expuestas se concluye que las correspondientes a los meses anteriores eran malas, mientras que las del mes de mayo resultaron las peores en su conjunto y que, a su juicio, la gran noticia de esta reunión es que simplemente estas dejaron de caer, a lo cual el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, agrega que, desde el punto de vista de la economía mundial no hay antecedentes que hagan revisar el escenario del último *Informe de Política Monetaria (IPoM)*.

El Consejero señor Sebastián Claro estima que el mercado está suponiendo implícitamente una velocidad de recuperación más rápida para el segundo semestre y solicita que se aclare si las cifras expuestas son el resultado de modelos estadísticos o si efectivamente se está frente a un aumento.

El señor Pablo García precisa que los datos de los últimos meses sobre producción industrial de Asia y de Brasil, así como aquéllos de las exportaciones de ese continente, muestran claramente que se está frente a un incremento concreto e indiscutible.

El Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación señalando que en materia de inflación no hay cambios significativos respecto de lo previsto meses atrás. Agrega, que los mercados interbancarios continúan normalizándose, lo que lleva asociada una menor percepción de riesgo en el sistema bancario en general y particularmente en Estados Unidos, donde los *Credit Default Swaps*, CDS, de los bancos, están cayendo en una magnitud mayor que en el caso de Europa y del Reino Unido.

El señor Lehmann prosigue indicando que las tasas de interés, específicamente las tasas largas en mercados desarrollados, y las de mediano plazo, particularmente en la última semana, han tendido a aumentar de manera importante y que ello conduce a que durante la primera mitad del mes se observe un incremento en la pendiente de la curva de rendimiento, tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido. Menciona, que la diferencia entre la tasa de 10 y de 2 años tiende a aumentar posteriormente, debido al incremento de las tasas de mediano plazo, y recalca que las tasas largas, si bien han experimentado algunos vaivenes durante los últimos días, han mantenido una trayectoria claramente hacia el alza. Agrega, que se han identificado diversas variables que pudiesen explicar ese aumento de tasas, como las expectativas de inflación, que son un elemento que puede estar impactando particularmente a las tasas nominales; el balance fiscal, que ha caído abruptamente en los últimos meses; las expectativas de *forward* y los premios *Libor*, que recogen la incertidumbre que perciben los inversionistas y que los lleva, por ejemplo, a tomar instrumentos más seguros, particularmente bonos del Tesoro de los Estados Unidos.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que le llama la atención que el aumento de las *TIPs* sea significativamente inferior al aumento de las tasas de interés de los bonos nominales, lo que, en su opinión, se debería a un problema de premio por riesgo, y que sería lo que estaría influyendo en el aumento de las tasas.

El Presidente señor José De Gregorio coincide con el planteamiento del Consejero señor Manuel Marfán, señalando también su extrañeza de que la *TIP* haya subido menos que la tasa nominal, por lo que solicita al Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán De Ramón, que explique las razones de ello.

El señor De Ramón responde que depende de cómo se mire este hecho, y aclara que desde el mes de septiembre de 2008, en que se desató la crisis, ambas tasas han experimentado un comportamiento similar, pero con algunos vaivenes. Explica, que la tasa nominal cayó en forma abrupta, probablemente como refugio frente a la crisis, y que después se ha ido recuperando. Agrega, que si se examina su evolución a partir del punto más profundo de la crisis, que acaeció en el mes de febrero pasado, efectivamente la tasa nominal ha aumentado, pero que al respecto cabe preguntarse en qué medida ello respondió a la compra masiva de bonos nominales de los que después el mercado se fue deshaciendo.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux resalta que la *TIP* está en el mismo nivel que en septiembre de 2008, a lo cual el señor De Ramón precisa que actualmente se encuentra en 1,82% versus 1,83% de septiembre y que la tasa nominal en 3,68 % y 3,73%, respectivamente.

El Consejero señor Manuel Marfán interviene, señalando que el fenómeno de aumento de tasas es relativamente reciente y que lo que debería explicarse es por qué subió. Agrega que, en tal sentido, correspondería efectuar una comparación respecto del punto más plano de la curva y concuerda con que las *TIPs* también se han elevado, pero que los órdenes de magnitud son significativamente inferiores.

Al respecto, el Gerente de División Estudios aclara que hay tres temas que influyen conceptualmente en la tasa larga. En primer término, la perspectiva de inflación y la política monetaria; en segundo lugar, el balance fiscal; y, por último, los apetitos por riesgo relativos a la crisis. Para este efecto, muestra la tabla que aparece en la lámina 17, "Factores detrás de la evolución de las tasas de largo plazo en EE.UU", específicamente la tabla 2, en la que se detalla la contribución de esos tres factores en la evolución de la tasa larga desde el mes de diciembre pasado. Hace notar que allí se aprecia que el efecto de inflación esperada contribuye en torno a 26 puntos base en el aumento de la tasa larga, cifra similar a la contribución de las otras variables, por lo que se desprende que se produce un efecto de mayor inflación esperada en lo que ha sido el incremento de la curva nominal y, por lo tanto, ese efecto debiera verse en el incremento de la curva reajustable o real en Estados Unidos. El otro tema incide en que el impacto de las medidas o la manera en que estas han sido implementadas por la FED tienen un efecto mayor en las tasas nominales que en las tasas reajustables y por lo tanto, como ese efecto es relativamente transitorio, se disipa más rápido en las tasas nominales que en las reales, por lo que incluso la tasa nominal tiende a subir más rápido en el último bimestre.

El Gerente de Análisis Internacional aclara que estas expectativas de inflación son recogidas por la encuesta que realiza la Universidad de Michigan y no corresponden a la compensación inflacionaria, la que no está siendo utilizada como medida de estas expectativas desde hace algún tiempo. Asimismo, responde al Consejero señor Manuel Marfán que la información que proporciona dicha Universidad es a un período de 5 años plazo, por lo que sería similar o comparable con el bono análogo. Añade, que, de hecho, se ha pensado que la compensación inflacionaria se estaría normalizando después de un período en el que estuvo inusualmente baja, planteamiento al cual el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux complementa, señalando que cuando el mercado financiero se empieza a tranquilizar, los inversionistas tienden a abandonar los activos seguros en busca de activos más riesgosos y que esos activos corresponden esencialmente a inversiones con tasas nominales.

Continuando con su exposición, el señor Lehmann indica que, en materia de paridades, ha continuado la depreciación del dólar con respecto a la mayoría de las monedas de países desarrollados y emergentes, salvo en relación con el yen, que ha experimentado un proceso distinto que el resto de las monedas. Agrega, que en cuanto a los tipos de cambio real para un conjunto de economías con las cuales Chile se compara, las trayectorias de los niveles si bien no son necesariamente semejantes, sus perfiles que se aprecian con respecto al dólar, resultan similares entre todas ellas.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su presentación mencionando que persiste la recuperación de las bolsas, especialmente las de América Latina, y comenta que los premios por riesgo soberano han continuado una trayectoria hacia la baja, como es el caso de Asia Emergente y el EMBI global, y que estos, en comparación con el de Chile, excluyendo los bonos de Codelco, son significativamente mayores. En cuanto a la variación de los CDS *spreads* con respecto a la Reunión de Política Monetaria de mayo pasado, indica que se observa una situación heterogénea, ya que en América Latina se registran caídas, probablemente en razón de que estas economías están vinculadas a la producción de *commodities*, mientras que en el caso particular de las economías emergentes de Europa, los

CDS han tendido ha aumentar durante el último mes, dando cuenta justamente de que estas economías son más débiles.

En materia de flujo de capitales, el Gerente de Análisis Internacional señala que se observa un fuerte ajuste de los créditos externos en el cuarto trimestre del 2008, especialmente en Asia emergente y América Latina, situación recientemente publicada por el Banco Internacional de Pagos, BIS, y que durante los últimos meses se ha visto alguna recuperación en Europa emergente, donde la caída ha sido más moderada, probablemente porque los bancos europeos han estado tratando de apoyar a sus matrices en dicha región. Agrega, que también se advierten recuperaciones importantes en los flujos asociados a inversión de cartera en América Latina y Asia, excluido Japón. Lo mismo ocurre en materia de emisiones de bonos, ya que al segundo trimestre de este año, que incluye información hasta el mes de junio, se observa algún aumento en las emisiones de bonos soberanos, y con mayor fuerza aún de bonos corporativos respecto de igual período de 2008. Subraya que las emisiones de bonos no solo han aumentado, sino que se han vuelto a colocar bonos del gobierno y de empresas.

El señor Lehmann destaca que se observan aumentos generalizados en los precios de *commodities*, como es **el** caso del alza de la energía de casi 30%, muy alineada con lo que ha sido el aumento del precio del petróleo en el último mes. En cuanto a los metales, indica que ellos se han movido muy en línea con el comportamiento del precio del cobre, que ha aumentado en 10% aproximadamente, y que una situación similar, pero de menor magnitud, se aprecia en granos y cereales.

Respecto del alza en los precios de los *commodities*, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, consulta acerca del porcentaje de ella que se debe a demanda real y cuánto obedecería a razones financieras, y si se tiene evidencia de que se esté empezando a registrar nuevamente inversión financiera en este tipo de materias primas.

El señor Lehmann responde que en el caso de las posiciones, particularmente en cobre y petróleo, la primera no registra un comportamiento distinto al de meses anteriores, mientras que en el caso del petróleo sí existen evidencias de algún aumento en las posiciones largas y en instrumentos vinculados a su precio. Sin perjuicio de ello, señala que los modelos de la Gerencia de Análisis Internacional confirman la existencia de un premio de 20 a 30 centavos en el caso del cobre, el que no se explica bien por los fundamentos, pero que estaría asociado a la subida de los *Purchasing Managers Index* , PMI, de Asia y a la fuerte caída de inventarios. Complementa su análisis mencionando que las proyecciones del precio de este metal se mantienen por el momento.

El Gerente de Análisis Internacional continúa su exposición señalando que se revisó la proyección del precio de los combustibles desde 53 dólares el barril en mayo pasado, a 60 dólares el barril en junio, aumento que estaría asociado a una estimación de una demanda algo mayor, particularmente en Estados Unidos.

Consulta el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux si acaso se proyecta un precio promedio del petróleo de 60 o de alrededor de 70 dólares el barril para este año, a lo cual el señor Lehmann responde que para el año 2009, el precio promedio se mantendría en 60 dólares el barril, pero que desde esta fecha y hasta fines del 2010 debería mantenerse en torno a 70 dólares el barril.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico inicia su presentación describiendo el análisis de los mercados financieros. Señala, que las tasas de los bonos y de títulos en Unidades de Fomento han seguido subiendo respecto de la Reunión de Política Monetaria precedente, con la salvedad de que estas tasas han experimentado una reversión importante en las últimas dos semanas, muy superior que la reversión marginal de las tasas en pesos.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Matías Bernier, solicita la palabra para comentar lo sucedido luego de los anuncios del Ministerio de Hacienda. Sostiene, que como consecuencia de ellos, toda la curva real se aplanó bastante, ya que las tasas en Unidades de Fomento subieron en el tramo corto y bajaron en el tramo largo, y que llama particularmente la atención lo ocurrido en el plazo más corto, en que se produjo un incremento de 20 puntos base respecto de los niveles del día anterior y en los plazos más largos, más bien una reversión de entre 10 y 8 puntos base, a diez y veinte años, respectivamente. Destaca, que el cambio más brusco que se ha observado es el alza de las tasas nominales a cinco años, que subió 57 puntos base en el segundo remate, y que la parte larga de la curva nominal se redujo sustancialmente en el margen, en alrededor de 3 puntos base.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, explicando que la Gerencia de División Estudios ha estimado un modelo para explicar la dinámica de las tasas de interés de largo plazo en pesos y en Unidades de Fomento basado en un conjunto de tasas de interés de corto plazo y variables del escenario externo que capturan el riesgo. Aclara también, que el modelo considera una estimación de la prima por riesgo tanto para la tasa de largo como de corto plazo, y que esta se realiza para las tasas nominales y reajustables, considerando medidas de expectativas de inflación que se obtienen de las encuestas y del cálculo de las compensaciones inflacionarias. Indica, que los resultados muestran un comportamiento anómalo de las tasas en Unidades de Fomento a comienzos de año, las que tienen una caída superior a la que puede explicarse a través del modelo, el que se ha tendido a corregir. Agrega, que en cambio para las tasas nominales, la estimación muestra que su nivel actual está por sobre lo que explica el modelo.

El Presidente señor José De Gregorio indica que lo que sucede entonces es que las expectativas de inflación están muy altas.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, ratifica lo indicado por el señor Presidente, señalando que, de hecho, la compensación inflacionaria a plazos largos se encuentra por sobre 3%. Agrega, que estos resultados son coherentes con los que ha mostrado la Gerencia de División Política Financiera en la discusión del *Informe de Estabilidad Financiera (IEF)*, que indica que la tasa de interés de largo plazo reajustable debía estar por encima de lo que se observaba a comienzos de este año y que esa diferencia podría atribuirse a un efecto refugio de los papeles chilenos. Añade, que ese efecto no era evidente para las tasas nominales.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que se debe tener cuidado con los resultados de las regresiones, puesto que las observaciones de que se dispone desde agosto del año pasado a la fecha, podrían estar alterando de modo importante el valor de los parámetros del modelo y, por ende, llevando a conclusiones que se encuentran afectadas por observaciones que no tienen comparador histórico.

El Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere ahora a las tasas de colocación. Aclara, que considerando los datos correspondientes a las dos primeras semanas del presente mes de junio, las tasas a 30 y 89 días y las de consumo a 90 y 365 días han seguido cayendo, mientras que las tasas de créditos comerciales han subido levemente en el margen. Respecto de las tasas hipotecarias, indica que estas se han mantenido estables, reflejando probablemente lo que ha sido el aumento en las tasas en Unidades de Fomento. Explica que se advierte bastante correlación entre las tasas de los créditos hipotecarios y las tasas reajustables, por lo que el aumento en las tasas en Unidades de Fomento que se han observado puede haber evitado, de alguna manera, caídas adicionales en las tasas de los créditos hipotecarios.

En cuanto a las colocaciones mismas, el señor Claudio Soto destaca las cifras que se vienen registrando hace un par de meses, que dan cuenta de un aumento mes a mes de las colocaciones nominales de consumo y de vivienda, así como también de las colocaciones nominales que excluyen aquellas de comercio exterior. Respecto de estas últimas, aclara que han experimentado una fuerte caída por la dinámica que han seguido las exportaciones y, en especial, las importaciones, pero que si estas se excluyen, da como resultado que las comerciales han registrado variaciones mensuales positivas durante dos meses consecutivos.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que, en su opinión, el grado de expansividad de la política monetaria no está dado solamente por la tasa de política, y que, en estricto rigor, el mecanismo de transmisión hacia la demanda agregada debieran ser las tasas o las condiciones en las cuales el sistema financiero otorga crédito. A su juicio, lo único que está haciendo la Tasa de Política Monetaria es que está bajando el costo de fondos al sistema financiero en los plazos más cortos, ya que, según la reciente encuesta de créditos, las condiciones financieras para los clientes finales no son más holgadas que antes y que las colocaciones han tendido a desacelerarse. Agrega, que si bien algunas tasas han sido traspasadas a los clientes, la sensación que queda con la información proporcionada por la Gerencia de Análisis Macroeconómico hace una semana, es que tal vez se está reflejando un cambio de composición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue su presentación mencionando que el tipo de cambio se había mantenido más o menos estable respecto de la última Reunión de Política Monetaria hasta el día anterior, si bien el tipo de cambio real se había depreciado levemente respecto al mes previo.

Al respecto, el Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán De Ramón, informa que las estimaciones que manejaba el Banco hacían prever una caída del dólar de entre 15 y 20 pesos, y que, de hecho, el día anterior había cerrado con un descenso de 65 pesos, el que durante esa misma mañana había llegado hasta 47 pesos. Agrega, que este descenso, sorprendentemente se ha revertido y que ya se encuentra en 55 pesos, por lo que, en resumen, se podría decir que hasta ese momento habría tenido un efecto bien acotado, del orden de solo 10 pesos.

Interviene el Gerente de Análisis Internacional, quien manifiesta que el dólar estadounidense se ha estado depreciando de manera importante en el transcurso de la mañana, situación que también habría que considerar dentro de la actual crisis global del tipo de cambio.

El señor Claudio Soto retoma su presentación e informa que la bolsa ha seguido subiendo de manera importante, pero que si se divide el IPSA por el MSCI en Latinoamérica, se observa que el valor relativo de la bolsa chilena respecto de las latinoamericanas se ha mantenido más o menos estable, esto es, que se encuentra en línea con lo que ha pasado en otras economías latinoamericanas.

Respecto de los agregados monetarios, el Gerente de Análisis Macroeconómico, muestra que, tal como se observaba en la Reunión de Política Monetaria pasada, la tasa de crecimiento del M1 ha tendido a aumentar en contraposición con lo que sucede con la de agregados menos líquidos. Agrega, que el aumento de la tasa de crecimiento del M1 es bastante coherente con la baja de tasa de interés y que, de hecho, algunos modelos disponibles estiman que los residuos podrían ser negativos, por lo que no sería sorprendente observar en adelante aumentos aún mayores en la tasa de crecimiento del M1.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si lo expuesto podría interpretarse en términos que la política monetaria pudiera ser también menos expansiva de lo que refleja la tasa de interés, en tanto el Presidente señor José De Gregorio pregunta acerca de si el M1 crece menos que lo que estimaría la demanda.

En relación con las variaciones de las colocaciones, el Gerente de División Política Monetaria, señor Kevin Cowan, expresa dos comentarios: en primer término, que la encuesta que se presentó el jueves anterior a consideración del Consejo se efectuó en marzo pasado y se refiere a las condiciones del primer trimestre, por lo que el repunte que se observa en los meses de abril y mayo puede deberse a un cierto cambio en las condiciones; y, en segundo lugar, que en el caso particular de las colocaciones para la vivienda, el que se estén mostrando cifras nominales podría estar escondiendo un alza en la Unidad de Fomento, por cuanto estos préstamos son reajustables.

El Consejero señor Manuel Marfán expresa que si bien los datos de la encuesta corresponden efectivamente al primer trimestre, el comentario sigue siendo válido en su contenido. Señala, que si las condiciones de los créditos del sistema financiero son más estrictas que antes, entonces la misma Tasa de Política Monetaria es menos expansiva que si concurren condiciones financieras mejores, porque lo que importa no es solamente el nivel de la referida tasa, sino la manera como los bancos intermedian con sus clientes. Manifiesta, que el sentido del comentario incide en que la expansividad de la política es menor si solo se analiza la Tasa de Política Monetaria, ya que el M1 y las colocaciones, no han crecido en forma significativa, mientras que las tasas de interés si bien han bajado no lo han hecho suficientemente y, en general, que si se extrapolara lo que refleja la encuesta se llegaría a que las condiciones financieras probablemente son más estrictas hoy día que en condiciones normales. En consecuencia, concluye que la potencia de la política monetaria es menor cuando la intermediación financiera se encuentra en condiciones de mayor riesgo.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que sería interesante conocer lo que ocurre con los distintos proveedores, porque es probable que los bancos y también las casas comerciales, tengan mayor capacidad para manejarse en una situación de crisis que los proveedores no bancarios, por cuanto pueden reestructurar créditos y ofrecer mejores condiciones. Agrega, que además debe considerarse lo que sucede con el mercado de bonos, ya que la provisión de financiamiento a las empresas no se aprecia tan afectada por las decisiones que adoptan los bancos, sino que por lo que ocurre en el mercado. Por tal razón, sugiere que se revise la magnitud del mercado de capitales, que si bien puede no revestir gran tamaño, cuenta con un flujo interesante.

El señor Claudio Soto prosigue con su exposición, refiriéndose a los datos sobre actividad, específicamente a los del mes de abril, que sorprendieron por las caídas registradas en los sectores de recursos naturales, principalmente pesca, como también por el deterioro bastante generalizado del sector resto, especialmente agricultura, comercio, industria y servicio. No obstante, señala que de acuerdo con los indicadores sectoriales, se espera un repunte en el segundo trimestre. Agrega, que si bien el primer dato del trimestre en curso, correspondiente a abril, aún no da cuenta de repunte en ningún sector, en mayo ya se observa que las expectativas de los consumidores han estado mejorando sistemáticamente, según lo que registra el IPEC, como también, el consumo de bienes durables, mientras que el habitual ha empeorado en el margen. Respecto de los inventarios, indica que los datos de ventas de automóviles de ANAC y del Servicio de Impuestos Internos muestran una recuperación en mayo pasado y que las importaciones de estos bienes han seguido cayendo, por lo que estarían disminuyendo las existencias, al menos en el caso de los bienes durables.

Respecto de los indicadores de inversión, el Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que el dato de las importaciones reales correspondiente a mayo muestra más bien un estancamiento que una tendencia clara de recuperación. Las ventas de viviendas, por su parte, han estado creciendo y han permitido una cierta reducción de los *stocks*, si bien estos aún permanecen en un nivel bastante elevado respecto del promedio histórico. Agrega, que al igual que en el caso de los consumidores, hay una reversión en las expectativas de los empresarios.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que considerando el nivel histórico de las importaciones de bienes de capital, las cifras del mes anterior hacían pensar que se estaba frente a un repunte, pero que los datos actuales indican que no existe evidencia de que se haya producido en el segundo trimestre.

El Presidente señor José De Gregorio consulta acerca de las razones que avalarían que las existencias todavía se encuentren elevadas, a lo cual el señor Claudio Soto responde que el 60% de los encuestados responde que las existencias están por sobre lo deseado. Añade, que dicha información es distinta de aquélla que dice relación con la venta e importaciones de automóviles, la que refleja que tales ventas están recuperándose, mientras que las importaciones están cayendo, por lo que se estaría frente a una reducción adicional de existencias.

El Consejero señor Manuel Marfán destaca la importancia del dato en cuestión, ya que, a su juicio, la caída en la demanda que se observa sería de magnitud gigantesca, equivalente, en términos anualizados, al 4% del PIB aproximadamente, lo que constituye una razón suficiente para entender la debilidad de la demanda agregada, entre otros. En su opinión, el tema de los inventarios debe vigilarse acuciosamente.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, retoma su exposición señalando que los datos de consumo energético del mes de mayo permiten proyectar un IMACEC de -4,2% en igual mes, cifra que representa una leve caída adicional de la actividad si se consideran las series desestacionalizadas y que lleva a corregir la proyección del crecimiento para el segundo trimestre desde -2,9% hasta -4%, y de -1,1% para el tercero.

El Presidente señor José De Gregorio consulta por la magnitud de la corrección trimestre a trimestre, a lo cual el señor Soto responde que es de -4 puntos y el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, complementa lo expresado indicando que el efecto en el nivel es de 1% y que anualizado es de -4,4%. El Presidente señor José De Gregorio reitera su consultar en cuanto solicita la cifra absoluta, a lo cual el señor Kevin Cowan responde que es de 0,2%, según el *IPoM*.

El Gerente de Análisis Macroeconómico manifiesta que sería de -1,5% anualizado, pero que por un efecto de cambio de factores no resultaría extraño que en unos meses se obtenga que la corrección fuera positiva. Agrega, que parte de la corrección del tercer trimestre al alza se debe a la producción de recursos naturales, especialmente pesca, así como a otros sectores resto, mientras que industria, comercio, construcción, agricultura y una parte de servicios se están corrigiendo a la baja. Señala, que la primera corrección disponible a nivel desagregado para el tercer trimestre da un crecimiento de -1,1%, versus el -0,1% del último *IPoM*, el que, a su vez, se obtuvo de los modelos que no consideran la segregación sectorial. Indica también, que hay una corrección de la demanda a la baja, fundamentalmente por una corrección de inventarios y una leve corrección al alza del consumo por la dinámica propia de los bienes durables. Con todo, agrega que la proyección disponible supone que habrá un aumento de velocidades positivas en el tercer trimestre, tanto en los sectores resto como en el de recursos naturales.

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, manifiesta que si el segundo trimestre tiene crecimiento positivo en la medida que se excluya la agricultura, ello quiere decir que este sector juega un rol importante en lo que ocurre en este período, por lo que consulta si este cambio se produce en el momento de la cosecha. El Gerente de División Estudios responde que esa apreciación es efectiva y agrega que la reversión fue más intensa que la supuesta, lo que ha llevado a corregir el sector agricultura, que incluye la fruticultura.

El señor Claudio Soto prosigue su exposición indicando que se espera que el PIB resto caiga el segundo trimestre por el efecto del sector agricultura. Para el tercer trimestre, en cambio, se espera un incremento en parte por la resolución del problema de empresa minera La Escondida. Asimismo, respondiendo a la consulta del señor Vicepresidente, señala que en lo que se refiere al sector pesca, recién se está teniendo una idea más exacta de la magnitud de la caída por el efecto de los salmones, y que en la proyección se está incorporado el supuesto de que desaparecerá la mitad de su producción.

A nivel sectorial, continúa, lo único destacable es la situación del comercio e industria, muy parecida a lo ocurrido en el año 1998, mientras que el sector construcción ha caído mucho menos que lo que ocurrido en el período 1998 – 1999. Aclara, que ello es coherente con las cifras de empleo del sector y estaría probablemente vinculado con las políticas monetaria y fiscal.

Respecto del mercado laboral, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que la tasa de desempleo se ubica en torno a 10%, dato bastante influenciado por el aumento importante de la fuerza de la trabajo y por una atenuación en la caída del empleo. Respecto de los salarios, estos mantienen sus tasas de variación mensual y los salarios reales moderan su tasa de crecimiento.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue su presentación, indicando que el registro de inflación del IPC llegó a 3% en mayo, pero con variaciones mensuales nuevamente negativas y destacando que de los últimos siete registros mensuales, seis de éstos marcan IRC negativos. Señala, que las mayores sorpresas inflacionarias se dieron en salud, educación y recreación: en el caso de salud, por los precios de los medicamentos, asociados a la guerra de precios de las farmacias; y en recreación, por reducciones de precios de los servicios turísticos, que podrían estar afectados por el problema de la influenza humana, y una menor demanda de paquetes turísticos. Agrega, que se observa una debilidad generalizada en la demanda y que es importante hacer notar que prácticamente todas las partidas registran variaciones negativas, a lo que se suma que las velocidades en el margen indican que los registros anuales de la inflación seguirán disminuyendo.

Por otra parte, las proyecciones de inflación suponen precios del petróleo más altos que en la Reunión de Política Monetaria pasada, debido a los precios internacionales y al impuesto específico. Al respecto, explica que se han cambiado los parámetros en el Fondo de Estabilización de Precios de la Gasolina, que suavizan en parte el comportamiento en el precio de los combustibles y que no se revierte completamente el impuesto específico que afecta a éstos, por lo que afirma, que ello impulsará el precio de la gasolina en junio y julio, especialmente de la gasolina de 95 octanos que, considerando la dinámica de los combustibles, podría llegar aproximadamente a 600 pesos en octubre.

Agrega, que a pesar de los incrementos en el precio de los combustibles, su contribución al IPC seguiría siendo negativa y que, habida consideración de los supuestos con que se ha trabajado y de las sorpresas en materia inflacionaria comentadas, la proyección del IPCX1 se corrige casi 1% a la baja y la del IPC en cerca de 0,5%. Refuerza lo anterior mencionando que proyecciones alternativas también indican descensos significativos en la inflación. De acuerdo con lo expuesto, se obtendría una variación del IRC que podría llegar a -0,8% en doce meses e, incluso, a -1% en noviembre y a 0% en diciembre, por el posible efecto de la apreciación del tipo de cambio que, se supone, será persistente.

El señor Claudio Soto hace notar que los registros de información mes a mes probablemente indicarán bastante variabilidad. Señala, que en el presente mes de junio, por ejemplo, aumentará el precio específico de los combustibles y llevará al alza el registro de IRC total y a probables registros negativos del IRCX1. En julio, entrará en vigor el decreto de tarifas eléctricas ya aprobado, el que se traducirá en una baja por este concepto que podría llevar a la inflación a números negativos nuevamente y a partir de entonces podría haber recién una regresión en las tarifas eléctricas.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta acerca del porcentaje del alza de los combustibles que se explicará por el impuesto específico que se está postergando, a lo que el Gerente de Análisis Macroeconómico responde que debería subir 2,5%, esto es, una UTM o experimentar aumentos del orden de 50 pesos, luego de lo cual existirían otros del orden de 50 ó 70 pesos, aproximadamente, que se traducen en una o dos décimas más de inflación.

A su análisis, el señor Claudio Soto agrega que en el perfil de la proyección de la inflación se aprecia que la incidencia de los alimentos desaparece en el horizonte de medición y que, a pesar del aumento en el precio de los combustibles en los próximos meses, estos van a seguir teniendo una incidencia negativa en las variaciones del IRC en doce meses. Reafirma lo indicado, mencionando que hay un conjunto de modelos alternativos para proyectar la inflación en el horizonte de seis meses, como el modelo SARIMA, que son modelos de series de tiempo que se vinculan a la proyección de corto plazo, en el precio-peso, y que estos muestran, en general, una caída de la inflación de menor intensidad que la proyectada en algunos casos, en

otros de intensidades similares, pero, en definitiva, inflaciones que puede que no alcancen a ser negativas en los próximos meses, pero sí que representen caídas sustanciales.

En cuanto a las expectativas del mercado, el Gerente de Análisis Macroeconómico indica que la proyección de crecimiento se corrige hasta -1% para 2009, y que para el 2010 se revisa marginalmente al alza. Señala, que las expectativas de inflación muestran registros mixtos, ya que, por un lado, las distintas medidas de compensación inflacionaria han aumentado desde la última Reunión de Política Monetaria, mientras que las encuestas de expectativas a las mesas de dinero van en la dirección opuesta, aun cuando la efectuada a un año está en 2,3% y la correspondiente a dos años en 2%.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, refiriéndose a la Tasa de Política Monetaria, señala que el mercado espera una reducción de 50 puntos base y otra posible reducción en los próximos dos meses. De hecho, especifica, se espera que la citada tasa esté en 50 puntos base en el mes de agosto. Agrega, que la tasa podría llegar a cero de aquí a fines de año y mantenerse en ese nivel un par de trimestres, por lo menos hasta mediados de 2010, y que el escenario alternativo indica una Tasa de Política Monetaria cercana a 0,25% por casi todo el año 2010.

Finalizada la presentación del señor Claudio Soto, el Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan, para que comente brevemente la minuta referida a las fricciones en los mercados financieros.

El señor Kevin Cowan informa que la elaboración de la minuta obedeció a la preocupación de posibles fricciones financieras que pudieran ocurrir o hacerse más relevantes con bajas de tasas posteriores y que, finalmente, el énfasis se puso en la estructura de cobro y comisiones que tienen los fondos mutuos y el posible impacto de esta estructura de comisiones sobre la banca y los depósitos. Menciona, que dado que los fondos mutuos son demandantes importantes de depósitos bancarios, en particular de aquellos de bancos de menor tamaño, si las comisiones promedio que cobran los fondos mutuos ascienden a 63 puntos base, las tasas de depósito deben ser superiores para no obtener rentabilidades negativas.

Al respecto, el señor Kevin Cowan enfatiza, en primer término, que lo relevante son las tasas de depósito más que la tasa de política monetaria. En segundo lugar, manifiesta que si existen bancos que dependen en forma importante de los fondos mutuos se generan riesgos, ya que ante un retiro o una reducción de los fondos mutuos, estos bancos tendrían que reestructurar su fuente de financiamiento, lo que introduciría ruido o podría afectar el mercado monetario, generando quizás mayores costos de fondos para estos bancos, con lo cual se desharía, en parte, la reducción de tasas. Agrega, que sería un escenario poco probable, pero de alto costo para aquellos bancos con un grado de problemas de financiamiento.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta acerca de la rentabilidad mensual de los fondos mutuos tipo 1 antes de comisiones, que se informan en la minuta, específicamente si ésta supera en 50% a la Tasa de Política Monetaria. El señor Kevin Cowan responde que los *spreads* actuales son del orden de 35 puntos base entre la *soft* promedio cámara y la *soft* promedio cámara a 90 días y que en el caso de los depósitos a 90 días los *spreads* alcanzan a 36 puntos base actualmente.

El Consejero Enrique Marshall señala que los fondos mutuos también pueden modificar el plazo, ya que pueden invertir a 180 días y, a su juicio, ello constituye uno de los riesgos de esa industria, por cuanto pueden modificar los plazos y comprometer la liquidez inmediata contra inversiones a plazos entre 90 y 180 días. Al respecto, el señor Kevin Cowan responde que frente a la mayor duración de los fondos mutuos, también aumenta el riesgo de precio para los inversionistas, ya que si bien pueden ofrecer una mejor renta a largo plazo, la volatilidad de ese retorno va a ser mayor y, en escenarios plausibles, incluso llevarlos a rentabilidades negativas en ciertos períodos de volatilidad.

El Consejero Manuel Marfán consulta si se ha realizado una discusión parecida en cuanto a la tasa mínima de política en otros países, a lo cual el señor Kevin Cowan responde que ello se ha efectuado en Canadá, país que tuvo exactamente los mismos problemas que Chile respecto de los intermediarios del mercado, los que dependían esencialmente del resultado de la estructura de comisiones y de cobros que se establecen en el negocio de los fondos mutuos, ya que, en su opinión, este sería el margen determinante. Agrega, que un punto central de este ejercicio es suponer que las comisiones podrían bajar, excluyendo a alguno de los bancos menos eficientes, por lo que estima que lo esencial no radica solamente en el nivel, sino que también en la velocidad, esto es, el tiempo que tardaría en adecuarse a esta nueva situación y la rapidez que se le otorgue para adaptarse. Señala, que este tipo de ejercicios apunta también a la conveniencia de dar tiempo y espacio para que la industria se acomode y también para que los bancos tengan la opción de buscar fuentes alternativas, advirtiendo que el nivel final es muy específico en la estructura de mercado.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales plantea algunos comentarios aclaratorios respecto de lo expuesto. Indica, como primer tema, que la estructura de los fondos mutuos tipo 1, se relaciona con las preferencias de los individuos en cuanto a liquidez y los excedentes de caja de cada empresa; el segundo, que se vincula con la forma como este tipo de industria, probablemente por anomalías de distribuciones y concentraciones, podría estar afectando a algunos bancos y en qué medida generaría riesgo sistémico por concentración en su nivel de endeudamiento; y, el tercero, dice relación con el riesgo sistémico materializado, específicamente, de suceder ese riesgo sistémico, qué tan gravitante es desde el punto de vista de adecuación para aquellos bancos que pueden estar en situación compleja para la transmisión completa de la política, qué tan gravitante puede ser la ocurrencia de ciertas concentraciones de bancos cuyas captaciones estén particularmente concentradas en fondos tipo 1, y qué tan gravitante son esos bancos para afectar el nivel de precios relativos que tienen los depósitos en la industria como un todo.

Agrega, que uno de los escenarios expuestos por el Gerente de División Política Financiera es muy claro, ya que la antología de tomar como tasa la de Política Monetaria en lugar que la de depósitos a plazo es correcta, ya que representa el escenario deseable. En su opinión, habría que amortiguar estas consideraciones, en el sentido de que el conjunto de bancos que se encuentra concentrado en depósitos es relativamente bajo respecto del universo del sistema, por lo que más que revisar los efectos de la transmisión de la política monetaria como un todo, se debería observar y determinar qué ocurre con esos bancos.

El señor Matías Bernier agrega que, de acuerdo con lo obtenido de informes del Depósito Centralizado de Valores, los bancos normalmente toman depósitos más largos mediante un juego de tasas según el costo y el plazo al cual accederán al financiamiento, por lo que estos bancos más que captar en el corto plazo en los fondos mutuos tipo 1, les ofrecen a estos fondos plazos más largos, del orden de 90 y 180 días e, incluso, a más de un año, para los cuales normalmente otorgan un premio por liquidez, aunque la tasa de interés esté baja. Complementa su comentario con lo observado en países similares, que han tenido políticas

agresivas y expansivas, donde sigue existiendo una curva con pendiente positiva, pese a todos los esfuerzos que han hecho los bancos centrales y las autoridades para aplanar la curva. La evidencia indica que siempre existe una pequeña posibilidad de subir la tasa por los siguientes motivos: la primera, y más legítima, por expectativas de crecimiento y efectividad de la política monetaria; y la segunda, porque a nivel de bancos existe también un premio por liquidez por las propias operaciones que realizan, aislando el efecto de las expectativas que tengan, de manera que así premian los plazos respecto a la tasa *overnight*, lo que constituye una práctica que se da en Japón, Inglaterra y Estados Unidos de América. Agrega, que el objetivo de su planteamiento ha sido el de suavizar, de alguna manera, los efectos que pueda tener el estudio.

Siendo las 16:30 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 140.

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

El Gerente de División Estudios comienza su exposición recordando que en la última Reunión de Política Monetaria del mes de mayo pasado, el Consejo acordó reducir la tasa de interés hasta 1,25% anual y señaló que no descartaba que pudiera ser necesario disminuirla nuevamente.

Detalla, a continuación, que desde dicha Reunión las principales noticias han sido que, en el ámbito externo, los mercados accionarios siguen mostrando retornos favorables; las condiciones de liquidez interbancaria se han continuado aliviando; los *spreads* crediticios han tendido a disminuir; y, se observan alzas en las tasas libres de riesgo de largo plazo. Menciona, que los precios de los principales *commodities* han continuado aumentando y que, por primera vez en más de un año, las perspectivas de crecimiento global se ven menos debilitadas en el margen, apoyándose en mejores niveles de confianza.

Informa el señor Pablo García que, a nivel local, hasta antes de los anuncios de financiamiento fiscal, el peso se mantenía relativamente estable y que las tasas de interés de largo plazo habían aumentado, aunque con cierta reversión en el caso de los papeles en Unidades de Fomento a plazos más largos. Agrega, que los anuncios del día 15 de junio provocaron una apreciación del peso de entre 2,5% y 3%, igual a la observada en ocasiones similares, y que al cierre de esta minuta aún no se registraban transacciones en instrumentos de renta fija o en depósitos a plazo.

Indica, el señor Gerente de División que se continúa observando un entorno favorable para la emisión de bonos corporativos, mientras que los agregados crediticios, salvo los asociados a comercio exterior, han vuelto a crecer en lo más reciente. Las tasas de créditos comerciales y de consumo han continuado descendiendo, mientras que los hipotecarios a largo plazo se han mantenido estables.

Respecto de la última Reunión de Política Monetaria, señala que las proyecciones de actividad para el segundo trimestre se han revisado a la baja, en torno a un punto porcentual, junto con una corrección relevante de la demanda interna. Agrega, que estas correcciones, sin embargo, no modifican de manera significativa el escenario para el presente año, en cuanto se sigue considerando una recuperación de la actividad y de la demanda en el curso del segundo semestre.

Comenta el señor Pablo García, que la inflación de mayo pasado estuvo por debajo de lo proyectado, principalmente por el efecto de la guerra de precios de las farmacias y por menores precios de algunos servicios. Hacia el mediano plazo, indica que las medidas de expectativas de inflación se mantienen en niveles coherentes con la meta, a pesar de que las perspectivas de variación interanual del IPC son muy reducidas hacia el segundo semestre de este año.

Manifiesta que luego de la última Reunión de Política Monetaria y de la divulgación del *IPoM,* las distintas medidas de expectativas para la Tasa de Política Monetaria se ajustaron levemente a la baja en el corto plazo, con lo que anticipan un nivel mínimo de entre 0,75% y 1% para los próximos meses. Sin embargo, señala que a plazos más largos, la trayectoria implícita en los precios de los activos y la entregada por la Encuesta de Expectativas Económicas siguen considerando un proceso de normalización menos gradual que el previsto en el último *IPoM.*

Destaca el Gerente de División que los antecedentes centrales que se consideran para la presente Reunión son el panorama de política monetaria contenido en el *IPoM* de mayo y las noticias coyunturales. Menciona, que al igual que el mes pasado, la magnitud de la reducción de la tasa está principalmente determinada por el punto más bajo del ciclo de tasas que se considere adecuado para la coyuntura actual, y que la trayectoria implícita para la Tasa de Política Monetaria en las proyecciones del *IPoM* la ubica entre 0,75% y 1%, lo que es congruente con opciones de 25 ó 50 puntos base.

Informa que, como es habitual, lo anterior se debe complementar con los antecedentes coyunturales, entre los que destacan tres: i) el escenario global; ii) las noticias locales de actividad e inflación; y iii) los anuncios de financiamiento fiscal. Respecto del primer punto, plantea que es indudable que la percepción del mercado ha mejorado de modo sustancial en los últimos meses y que ese aspecto se ha consolidado en el último mes, lo que se refleja en que, por primera vez en varios trimestres, el panorama de crecimiento global ha tendido a mejorar, aunque levemente. Señala, además, que el alza de los *commodities* ha propendido a disipar los temores de deflación; que se ha consolidado un escenario de significativos déficit fiscales en el mundo desarrollado; y, que todo lo anterior ha contribuido a generar un importante aumento en las tasas de largo plazo en el mundo.

Acerca del segundo punto, comenta que las noticias de inflación y crecimiento sugieren menores presiones inflacionarias subyacentes para el corto plazo y que, de hecho, las proyecciones de corto plazo para la inflación IPCX1 se corrigen a la baja en torno a un punto porcentual, lo que el mayor precio de los combustibles no alcanza a compensar. Agrega, que las perspectivas de actividad también se han revisado a la baja para el segundo trimestre.

Respecto del tercer punto, el señor Pablo García señala que el anuncio de las medidas de financiamiento fiscal sugiere que podrían producirse efectos desinflacionarios adicionales, generados por una apreciación cambiaria o un alza del nivel de las tasas de interés considerando el plan de deuda del Estado. Indica, que estos antecedentes sugieren que puede ser necesario un impulso monetario mayor que el contemplado en el citado *IPoM*.

Añade, que una alternativa para imprimir un impulso monetario superior es naturalmente una mayor reducción de la Tasa de Política Monetaria, por ejemplo, con ajustes de 50 ó 75 puntos base en la Reunión en curso, pero que esto lleva a dos consideraciones adicionales: la primera, que el incremento de la curva de retorno sigue siendo mayor que lo contemplado en el *IPoM*, por lo que imprimir un sesgo más expansivo a la política monetaria está más vinculado a las expectativas de Tasa de Política Monetaria que a su nivel actual; y la

segunda, que, debido a las fricciones existentes en los mercados de liquidez locales, niveles de la Tasa de Política Monetaria muy reducidos pueden motivar un desplazamiento de los recursos administrados por los fondos mutuos monetarios hacia captaciones directas por parte de los bancos. Indica, que estos ajustes en la liquidez podrían introducir ruido y volatilidad, amortiguando el potencial efecto expansivo de rebajas más agresivas en la Tasa de Política Monetaria.

En relación con aspectos comunicacionales o tácticos, advierte el Gerente de División que, en esta oportunidad, una reducción de 25 puntos base podría ser sorpresiva, dado que una mayoría relevante del mercado espera 50 puntos base, principalmente, si no se incluye un sesgo en la trayectoria implícita en adelante, y que una reducción de 75 puntos base también podría ser sorpresiva. En razón de los puntos mencionados y del mismo reducido nivel que alcanzaría la Tasa de Política Monetaria con una disminución de 50 ó 75 puntos base, al señor García no le parece evidente que la inclusión de un sesgo tenga carácter informativo en dichos casos.

El señor Gerente de División Estudios señala que el conjunto de los aspectos anteriores muestra que para la comunicación del impulso monetario apropiado para la coyuntura es necesario poner en la balanza, por un lado, las perspectivas globales más auspiciosas y, por otro, las noticias coyunturales. Agrega, que es evidente que si se considera que el segundo aspecto es pasajero, lo que no está incluido en las proyecciones de la Gerencia de División Estudios, sería posible validar en términos comunicacionales el escenario de política monetaria implícito en los precios de los activos financieros. Si, por el contrario, se considera que el peso de las noticias coyunturales sesga la política monetaria hacia una instancia más expansiva, porque, por ejemplo, se avizora un escenario de riesgo de menores presiones inflacionarias, ello se requiere comunicar de manera quizás más clara que en el último *IPoM*, señalando que la Tasa de Política Monetaria se mantendrá en un nivel de estímulo por un tiempo más prolongado que el que tiene implícito el mercado. Concluye el Gerente de División Estudios que este mensaje puede ser comunicado de forma más potente si se informa, además, que el nivel al que llegará la Tasa de Política Monetaria en la presente Reunión es el que se considera como punto de llegada del actual ciclo de relajamiento monetario.

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 la pregunta relevante para esta Reunión es cuál es el nivel y la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria consistente con la convergencia de la inflación al 3% anual en el horizonte de política. En su opinión, los antecedentes acumulados indican que el nivel y la trayectoria para la Tasa de Política Monetaria deben ser más expansivos que lo considerado en el escenario central del último *IPOM*, y en consecuencia, más amplio que lo estimado por el mercado.

Hace notar que lo anterior se fundamenta en el análisis presentado en el *IPoM* del mes de mayo de 2009 y reflejado en la Reunión de la mañana, que indica que, de materializarse un escenario de riesgo negativo, el crecimiento del PIB del año 2009 sería 0,5% menor que el esperado en el escenario central. Añade, que todos los antecedentes apuntan a que este contexto se podría estar materializando, por lo que durante el segundo y tercer trimestre del año 2009 la economía crecería 1% menos que lo esperado inicialmente. Indica que, asumiendo un crecimiento anual en el último trimestre de 2009, igual al esperado en el *IPoM*, es decir, asumiendo que en octubre próximo se revierte completamente el *shock* de 1% de menor crecimiento, supuesto optimista, pero posible dada la potencial reversión en el

comportamiento de los inventarios, terminaría el año con un crecimiento de 0,5% menor respecto del esperado. Agrega, que de acuerdo con las proyecciones presentadas en la Reunión de la mañana, en ese escenario la Tasa de Política Monetaria debiese llegar a 0% y permanecer en ese nivel hasta mediados del año 2010, destacando que el tipo de cambio asociado a dicho contexto sería cercano a $ 600.

Comenta el Gerente de Investigación Económica que no ha mencionado el *shock* de petróleo, por cuanto, tal como se señala en la Minuta de Opciones, se ha compensado con otras noticias en la dirección opuesta, lo cual deja el horizonte con menos inflación.

Complementa que, en consecuencia, se estaría materializando un escenario en que, al asegurar la convergencia de la inflación al 3% en el horizonte de política, la Tasa de Política Monetaria debiese estar actualmente en una trayectoria más baja que la contemplada en el escenario central.

Asumiendo que existe un nivel mínimo para la Tasa de Política Monetaria estrictamente mayor a 0, producto de consideraciones asociadas a fricciones en algunos mercados financieros, manifiesta que se estaría frente a la posibilidad de no poder implementar una Tasa de Política consistente con el escenario macro más contractivo, que requiere ser cercano a 0, pero que está restringido a un valor positivo. Agrega, que sí se considera que el impulso monetario efectivo constituye una especie de promedio ponderado de la estructura de tasas de mercado, para compensarse con la existencia de un límite positivo de la Tasa de Política Monetaria se requiere afectar más fuertemente las tasas de plazos mayores y que, nuevamente, lo anterior no considera que la actual estructura de tasas es menos expansiva que lo que contempla el escenario central del *IPoM*.

En opinión del señor Luís Felipe Céspedes, existe una alternativa en el actual escenario, que es la de reducir la Tasa de Política Monetaria en una magnitud entre 50 y 75 puntos base y anunciar que esta Tasa se mantendrá baja por un período prolongado. Destaca que el mercado ya espera una reducción de 50 puntos base en la presente jornada y un porcentaje no minoritario, inclusive, una baja adicional en los próximos meses.

Asimismo, se pregunta acerca de cuál sería el límite mínimo para la Tasa de Política Monetaria. Señala, que los antecedentes presentados indican, en su opinión, que una Tasa de Política Monetaria de 50 puntos base no debiese generar riesgo en ningún subsector del sistema financiero. Menciona, que las comisiones aplicadas por los fondos mutuos a clientes corporativos fluctúan entre 40 y 50 puntos base y destaca que dichos clientes ponderan el 75% de la cartera, por lo que ese debiese ser el costo relevante a considerar en el análisis. Indica, que asumiendo el escenario conservador de *spread* de fondos mutuos de 50 puntos base, se tiene que si se fija el nivel de la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base los mantendría en un escenario con rentabilidad positiva después de deducir comisiones. Por lo tanto, en su opinión, no debiesen observarse problemas en el financiamiento de aquellos bancos que depende en términos importantes de los fondos mutuos, aunque adicionalmente siempre es posible que dichos bancos ofrezcan un incremento positivo en las tasas que pagan a sus clientes en los depósitos que reciben para asegurar su acceso a estos financiamientos, y que dicho incremento no debiese ser relevante para afectar con ello la expansividad de la política monetaria.

Por todo lo anterior y con el objeto de asegurar la convergencia de la inflación a una tasa de 3% anual en el horizonte de política monetaria, el señor Luis Felipe Céspedes estima que debería llevarse la Tasa de Política Monetaria a un nivel de 50 ó 75 puntos base y anunciar que se mantendrá en ese nivel por un período más prolongado que el implícito en la trayectoria de mercado. Agrega, que en el caso que la rebaja sea de 75 puntos base, no cerraría la posibilidad de una reducción adicional.

El Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan, expone que desde la última Reunión de Política Monetaria se han observado mejoras marginales en la actividad económica mundial y la continuación de tendencias de normalización en mercados financieros internacionales, en especial, en lo que concierne al financiamiento en economías emergentes.

Comenta, que por el lado interno se observa una recuperación modesta en el crédito, a la vez que las tasas de interés de colocaciones siguen cayendo, y que el aumento en el crédito es consistente con una leve mejora en las expectativas de consumidores; un aumento del consumo de bienes durables; y, un repunte en la venta de viviendas. Manifiesta, que a pesar de este mejor margen, las condiciones financieras son probablemente menos expansivas que lo que muestran la Tasa de Política Monetaria y la estructura de tasas libre de riesgos, y que se suma a lo anterior el hecho de que dichas tasas libres de riesgos están por sobre el nivel explícito del escenario base del *IPoM*. En términos de actividad, agrega que las noticias más recientes apuntan a niveles de actividad y de existencias menores que lo esperado.

El Gerente de División Política Financiera hace presente al Consejo que la opción de bajar la tasa en 50 puntos base la llevaría a niveles en los que podrían hacerse relevantes algunas fricciones financieras, si bien señala que, en el escenario más probable, estas no se manifestarían, en especial, si se llega a estos niveles de manera gradual y, por lo tanto, si el público se adaptara a las nuevas tasas con bajas de márgenes y cambios en sus patrones de saneamiento y ahorro. Lo anterior, en opinión del Gerente de División, sin duda, agrega un elemento adicional a favor de opciones más acotadas en cuanto a la reducción de la Tasa de Política Monetaria de las presentadas en esta Reunión.

Con todo, el Gerente de División Política Financiera sugiere al Consejo bajar la citada Tasa en 50 puntos base. Agrega, que considera más importante enviar un claro mensaje de persistencia de tasas bajas en el comunicado, y que una opción sería la de indicar que la Tasa de Política Monetaria no subiría o que no se incrementaría por sobre los niveles fijados en la presente Reunión en un horizonte de mediano plazo.

El Presidente señor José De Gregorio, junto con agradecer las opiniones expuestas, ofrece la palabra al Consejero señor Sebastián Claro.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que la decisión de hoy tiene varias aristas. Indica, que en el ámbito interno, las cifras de actividad e inflación reafirman las bajas presiones inflacionarias y que las perspectivas de inflación y las diversas medidas de expectativas de inflación así lo revelan, aunque, en el margen, muestran aumentos significativos convergiendo a valores cercanos a 3%, probablemente relacionados con la evolución esperada del precio del petróleo; la posibilidad de un aumento en la inflación internacional a mediano plazo que no sea compensado por movimientos cambiarios; o, simplemente, una recuperación más rápida.

Hace presente el señor Consejero que la cifra de actividad del mes de abril es mala. Sin embargo, estima que no modifica en lo sustancial la proyección central, en la que el segundo trimestre es bastante plano y la recuperación comienza durante el segundo semestre. Señala que, en el margen, el dato refleja una nueva caída en la actividad respecto del mes anterior, pero que, en lo fundamental, sigue siendo válida la hipótesis de que la actividad se encuentra estancada y que una recuperación es esperable hacia el tercer trimestre.

En el plano interno, el Consejero señor Sebastián Claro destaca que los mercados financieros siguen funcionando con normalidad. Los precios de varios activos financieros continúan al alza, lo que también consolida una visión acerca de la recuperación en la segunda parte del año. Considera que estas cifras son auspiciosas, pero que deben ser observadas con cautela, ya que una parte de esta recuperación puede reflejar una caída de los premios por riesgo desde niveles muy altos, que contribuyeron a deprimir los precios de los activos, sin necesariamente reflejar cambios sustanciales en los flujos de caja propiamente tal. En su opinión, una corrección en los premios por riesgo es condición necesaria para la recuperación, pero su interpretación es distinta acerca de si son las mejores perspectivas reales las que explicarían los mayores precios de activos. Agrega, que por otra parte, las tasas de interés de largo plazo han continuado al alza, aunque las atinentes a títulos en unidades de fomento han caído levemente desde su nivel máximo a mediados de mes, lo cual es consistente con la evolución de las tasas externas.

Estima, que las noticias respecto del financiamiento del déficit de caja del Fisco, tanto por su componente de emisión de deuda doméstica como por la venta de dólares en el mercado interno, no debieran afectar la trayectoria de la inflación en el mediano plazo, toda vez que son transitorios los posibles efectos de los reacomodos de portafolio y la venta de dólares. En todo caso, expresa que los desarrollos en los mercados financieros deben ser evaluados continuamente.

Respecto de la economía internacional, el Consejero señor Sebastián Claro hace presente que se consolidan las perspectivas de mejoras en adelante, especialmente en Estados Unidos de América y Asia, ya que, sin duda, la evolución de los precios de los *commodities* refleja en parte lo indicado, y que su lectura es que el aumento en los precios del cobre y del petróleo no es un fenómeno especulativo. Comenta, que si lo expuesto anteriormente es correcto, se pueden esperar incrementos adicionales, en la medida que la economía mundial se recupere. En su opinión, las expectativas de inflación, tanto en Chile como en otros países, incorporan este efecto.

En el ámbito externo, destaca también el hecho que la evolución de las tasas de largo plazo mantiene la curva de rendimiento en Estados Unidos de América en niveles muy elevados. Menciona, que parte del programa de compra de títulos a dichos plazos por parte de la Reserva Federal ha pretendido afectar esas tasas a la baja para abaratar el crédito de largo plazo y expresa que, aún sin poder observar el contrafactual, su lectura de lo que ha sucedido es que el programa no ha sido particularmente exitoso, en razón de que las fuerzas que han elevado las tasas se han ido consolidando, como también, las mejores perspectivas de crecimiento; el alto nivel de endeudamiento público; los precios de los *commodities*; y, las dudas genuinas respecto de la capacidad de la Reserva Federal de contraer la cantidad de dinero cuando la alta demanda por liquidez vuelva a niveles más normales. Añade en este contexto, que sólo en los últimos 15 días, las tasas de los papeles del Tesoro a 2 años han subido desde 0,97% a 1,26%, y que las tasas a 10 años se han incrementado sobre 3,75% anual. En su opinión, la Reserva Federal no está profundizando su programa de compras de títulos de largo plazo y que una interpretación que se ha dado en este aspecto es que con ello podría estar validando, al menos en parte, las mayores tasas largas.

El Consejero señor Sebastián Claro estima que todo lo expuesto consolida un panorama para la decisión de la presente Reunión, en el que: i) las perspectivas de recuperación mundial se consolidan; ii) los datos en Chile confirman el estancamiento de la actividad en niveles bajos, aunque las expectativas de recuperación hacia fines de año persisten; iii) los precios de las materias primas han aumentado fuertemente y se espera que este panorama continúe; iv) las perspectivas de inflación han dejado de caer y tienden a converger hacia 3% en varios horizontes; y, v) las tasas de interés de largo plazo en el mundo han continuado al alza de manera coherente con lo mencionado.

Considerando lo expresado, estima que se justifica una caída adicional en la tasa de política monetaria y una eliminación del sesgo, dando fin a las bajas de tasas. Señala, que existe una cierta distancia entre la trayectoria implícita en el *IPoM* y la trayectoria de tasas del mercado, pero que, sin embargo, las incertidumbres respecto de la actividad, las expectativas de inflación y los precios de los *commodities* impiden ver con claridad todavía cuál de estas dos trayectorias debiera tender a corregirse. Más aún, señala que las estimaciones de la Gerencia de División Estudios sugieren que las tasas de largo plazo son coherentes con los fundamentos tradicionales de esas tasas y que no es obvio bajo qué condiciones estos *benchmarks* son inconsistentes con la convergencia de la inflación a 3%. En otras palabras, concluye, que si las tasas de largo plazo que son consistentes con la convergencia de la inflación a 3% anual resultan significativamente menores que las implícitas en una ecuación de arbitraje, entonces los niveles del tipo de cambio de equilibrio *spot* son mayores que los actuales, con implicancias distintas sobre la evolución de los precios.

En consecuencia, el Consejero señor Sebastián Claro vota por bajar la tasa en 50 puntos base y eliminar el sesgo en el comunicado.

El Consejero señor Enrique Marshall inicia su intervención agradeciendo, como de costumbre, al equipo de trabajo el apoyo brindado en esta ocasión.

Opina, que el escenario macro perfilado en el último *IPoM* permanece vigente en lo fundamental, pero que han surgido noticias y desarrollos, principalmente en el frente interno, que deben ser evaluados con atención.

El Consejero señor Enrique Marshall informa que el escenario externo muestra una leve mejora, que las señales alentadoras que se observaban se han reafirmado y, que en esa perspectiva, habría que destacar: la creciente normalización en los mercados financieros; el mejoramiento de las expectativas de los agentes económicos; la tendencia al alza en los mercados bursátiles; la canalización de flujos de inversión de cartera hacia las economías emergentes; la evolución de los indicadores de actividad, que muestran, en su mayoría, moderación de sus caídas, estabilización o incluso leve recuperación de sus niveles previos; y, la leve revisión al alza de las perspectivas de crecimiento mundial, que revierte por primera vez, una sucesión de correcciones a la baja. Señala, que de igual forma, habría que hacer una lectura positiva del aumento en los precios de las materias primas, si se entiende que ella refleja fundamentalmente expectativas de recuperación de la demanda a nivel global.

Manifiesta, que una señal que resulta más difícil de interpretar es el alza en las tasas largas y que ese movimiento puede reflejar una cierta normalización de sus niveles, como así también expectativas de recuperación en adelante, lo que tendría una connotación positiva, pero que también puede estar indicando preocupación por la inflación futura y por la evolución de las cuentas fiscales en los países industrializados, lo cual tendría una connotación distinta.

Sin perjuicio de lo anterior, señala que es importante subrayar que la economía mundial sigue en una posición deteriorada y que a ello se agrega que los riesgos continúan siendo altos. Si bien los escenarios extremos se han alejado considerablemente, agrega que la incertidumbre sobre los tiempos y ritmos del proceso de recuperación es todavía muy alta.

En el frente interno, comenta que las cifras de actividad e inflación conocidas el último mes han introducido algún grado de preocupación por sus implicancias sobre el escenario macro. Sin embargo, a su juicio, parece prematuro extraer conclusiones definitivas con la observación de un solo mes, ya que existen señales que siguen apoyando la visión de una recuperación en el segundo semestre de este año, destacando el mejoramiento de las expectativas de empresas y hogares y, también en sustento del escenario proyectado, los efectos esperados de las políticas monetaria y fiscal actualmente en curso.

Estima el Consejero señor Enrique Marshall que, habida consideración del adverso escenario macro, los mercados crediticios operan con bastante normalidad. Por de pronto, señala que estos no han observado una paralización o una contracción abrupta como ha ocurrido en otras economías. Los volúmenes se han ajustado, pero ello es plenamente congruente con las condiciones cíclicas que se enfrentan. Indica, que las últimas cifras muestran, incluso, reversiones de caídas previas.

Hace presente que la política monetaria ha realizado el trabajo que se suponía sobre las tasas de interés y que gran parte del impacto que se podía esperar en esta materia ya se ha producido. Señala, que en algunos segmentos del mercado los efectos de la política monetaria se han visto contrarrestados, en parte por la percepción de riesgos más altos. En todo caso, aclara, que los estándares de crédito siguen siendo más estrictos que en el pasado en forma bastante generalizada.

El Consejero señor Enrique Marshall continúa refiriéndose a las tasas largas, las que han sido objeto de cierta preocupación por el alza observada en el trimestre en curso. Señala que existen varios factores que podrían explicar ese movimiento al alza, entre ellos, el mayor volumen de emisiones en el mercado de bonos. En todo caso, comenta, que parte de lo observado debe ser interpretado como un proceso de normalización de dichas tasas después de haber alcanzado niveles bastante bajos a principios de año, y que, con todo, la evolución de estas tasas debe ser examinada con atención por sus importantes efectos sobre las decisiones de consumo e inversión.

En relación con el tipo de cambio, menciona que este se ha mantenido relativamente estable y ha reaccionado con moderación a los anuncios sobre el financiamiento del déficit fiscal. Indica, que también es una variable que debe ser seguida con especial interés, porque la acumulación de fuerzas apreciativas podría generar presiones deflacionarias adicionales a las que se proyectan para los próximos meses.

Agrega, que si bien el último IMACEC resultó peor de lo esperado, ello no constituye un antecedente suficiente para modificar sustancialmente el panorama para la actividad delineado en el último *IPoM*, y que habrá que esperar las cifras de los próximos meses para tener una evaluación más completa. Señala, que por el momento han aumentado los riesgos de un cuadro más débil que el anticipado.

Plantea también, que el mercado laboral se muestra deteriorado y que está reflejando con creciente intensidad los efectos del actual ciclo económico y que, concordante con ello, las presiones salariales aparecen muy atenuadas.

Comenta además, que la inflación anual ha continuado descendiendo con bastante rapidez y que se ha ubicado transitoriamente en el centro del rango meta. En su opinión, esta permanecerá en ese nivel por corto tiempo, porque en el escenario más probable, seguirá cayendo y se ubicará hacia fines de año en niveles muy inferiores, esto es, por debajo tanto del rango meta como de lo anticipado con anterioridad.

Manifiesta, que el panorama inflacionario presenta algún grado de incertidumbre y que existe el riesgo de que la inflación permanezca en niveles muy bajos por bastante tiempo, lo que tiene implicancias para la política monetaria. Señala, que esta incertidumbre está muy presente en los precios de los activos financieros y que es por ello que resulta recomendable extraer conclusiones con cautela a partir de dichos precios.

Indica, que con las noticias de actividad e inflación del último mes, el mercado ha procedido a ajustar sus expectativas para la Tasa de Política Monetaria, esperando para la presente Reunión un recorte de 50 puntos base, seguido por una pausa prolongada hasta fines de año. Con los antecedentes señalados, le parecen perfectamente razonables las opciones sometidas a la consideración del Consejo, ya que si bien una rebaja adicional tendría efectos más bien acotados, por cuanto el nivel de la Tasa de Política Monetaria es ya bastante bajo, estima que se ha generado un espacio para proceder a una disminución de dicha Tasa, lo que debe ser aprovechado. Agrega, que por de pronto las expectativas de inflación se han vuelto a ajustar a la baja, lo que por sí solo permitiría justificar una nueva disminución, si todos los demás factores permanecen constantes.

Por otra parte, expresa que la actividad permanece bastante débil, ya que las holguras de actividad se han ampliado y que han tendido a aumentar los riesgos de un panorama algo más adverso que el anticipado.

Finalmente, le parece conveniente reforzar el ajuste de las tasas largas y de aquellas que se cobran a los clientes, considerando que subsiste una distancia apreciable entre estas y la Tasa de Política Monetaria.

Manifiesta, que después de sopesar ambas opciones, se inclina por la rebaja de 50 puntos base. Asimismo, le parece importante que el proceso de relajamiento monetario concluya prontamente y que se entregue una señal en el sentido que la Tasa de Política Monetaria permanecerá por tiempo prolongado en un nivel bajo, lo que se logra de mejor forma con un recorte más pronunciado y que, por lo demás, es lo que espera el mercado.

Estima, que por cierto, una nueva rebaja que deje la Tasa de Política Monetaria en el nivel de 0,75% anual no está exenta de riesgos, ya que se plantea con mayor intensidad el desafío de conducir adecuadamente el proceso de normalización monetaria que deberá tener lugar más adelante y que también genera algunas preocupaciones sobre el funcionamiento de los mercados monetarios, sin perjuicio de indicar que se trata de riesgos y eventuales costos menores que se asumirían si el ajuste monetario propuesto no se materializa.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Enrique Marshall vota por bajar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base, para dejarla en 0,75% anual.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff* y hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la Reunión anterior, contenido en el párrafo dos de la Minuta de Opciones. Respecto de esos antecedentes, el señor Consejero agrega los siguientes comentarios.

En primer lugar, expresa que aunque los agregados crediticios han vuelto a crecer en lo más reciente y las tasas de interés de préstamos comerciales y de consumo continúan descendiendo mientras se mantienen las hipotecarias y de comercio exterior, las condiciones generales de crédito, a su juicio, aún no reflejan en plenitud toda la expansividad de la actual política monetaria. En este sentido, señala que tanto la Encuesta de Expectativas Económicas como lo implícito en los precios de activos no han incorporado plenamente el mensaje del Banco Central de Chile respecto a que las tasas de interés permanecerán bajas por un período prolongado en el escenario macroeconómico.

En segundo lugar y en otro plano, expresa que, en su opinión, 4,5 puntos porcentuales de la caída de la demanda interna en el primer trimestre se explican por la reducción de los inventarios y que se espera también que más de 3 puntos porcentuales de menor crecimiento de esta en el segundo trimestre, obedezca a la fuerza del ajuste de los inventarios.

Comenta, que se trata de una coyuntura en la que el sector corporativo busca vender más y comprar menos, lo que genera una contracción anormalmente elevada de la demanda y de la actividad; de hecho, agrega que desde que se llevan registros más confiables de variación de inventarios no se había producido un ajuste de esta magnitud hasta ahora. A juicio del Consejero señor Manuel Marfán, una vez que culmine el ajuste de existencias debiera observarse todo lo demás constante y un repunte significativo en la demanda y la actividad. A pesar de los menores registros de crecimiento actual, considera que la proyección para el año debiera todavía enmarcarse dentro del rango del último *IPoM*.

En tercer lugar, señala que en lo externo, pese al mejoramiento en el margen de las proyecciones para la economía mundial, el rango de incertidumbre continúa elevado y que, de hecho, los desequilibrios globales se mantienen latentes y las economías desarrolladas siguen siendo vulnerables, a pesar de que han recuperado el control sobre el corto plazo.

Manifiesta el Consejero señor Manuel Marfán que no se referirá en esta ocasión a los efectos de los últimos anuncios del manejo financiero de la política fiscal, ya que son datos todavía muy recientes y, que a su juicio, no debieran cambiar significativamente el panorama.

Señala, que la coyuntura actual requiere, como lo ha venido planteando el Banco, una política monetaria excepcionalmente expansiva para alcanzar la meta de inflación de 3% anual en el horizonte de dos años. Expresa que, sin embargo, con la actual tasa se está cerca del piso del nivel al que esta puede alcanzar. Teniendo presente esta consideración, coincide con la Minuta de Opciones, en que corresponde en esta Reunión reducir la tasa en 50 puntos base para alcanzar un 0,75% anual, aunque señala que está disponible para sumarse a una rebaja aún mayor, si existiera consenso.

Con todo, agrega el Consejero señor Manuel Marfán que, en el escenario más probable, será necesario mantener una Tasa de Política Monetaria del nivel indicado durante un período más prolongado que el que prevé el mercado para cumplir con la meta de política. Estima, que no obstante que el comunicado no suele dar señales respecto de la intención de la política para plazos prolongados, en esta ocasión el Banco Central de Chile debe incorporar una señal más explícita respecto del desalineamiento entre las tasas de mercado y lo que este prevé para la política monetaria en el horizonte de dos años.

Por lo expresado, el Consejero señor Manuel Marfán vota por reducir la tasa en 50 puntos base, dejándola en 0,75% anual, añadiendo explícitamente en el Comunicado que se mantendrá baja por un período superior al que estiman los analistas y el mercado.

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, señala que en la Reunión de Política Monetaria de mayo pasado, el Consejo optó por reducir la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base, acercando así dicha tasa al punto mínimo que contemplaba el *IPoM* de mayo 2009. Indica, que desde dicha Reunión se han producido algunos desarrollos en el plano externo e interno que tienen incidencia en la trayectoria de la inflación futura, los que deben ser considerados.

En el plano externo, indica que se han continuado acumulando antecedentes que sugieren que se habría roto el círculo vicioso entre el deterioro del sistema financiero y el debilitamiento de la demanda, lo cual se ha visto reflejado en menores *spreads* crediticios; en recuperación de los mercados accionarios; mejora en los indicadores de expectativas; aumentos en los precios de los *commodities;* y, en un alza de un punto porcentual en las proyecciones de actividad global de 2010 a nivel de bancos de inversión. Considera, que una recuperación más temprana y robusta de la economía mundial es, sin duda, un factor que empuja hacia una trayectoria con mayor inflación futura.

En el plano interno, comenta el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux que los diferentes indicadores financieros muestran estabilidad y que el reciente aumento de las tasas de interés de largo plazo puede ser un reflejo de un paulatino retorno a la normalidad, lo que incluye un fuerte aumento de las colocaciones de bonos corporativos y del apetito de riesgo, así como una reacción a los incrementos que experimentan las tasas de interés de largo plazo en el resto del mundo.

Expresa, que en materia de actividad e inflación, la Minuta de la Gerencia de División Estudios detecta más debilidad que la anticipada. De hecho, las proyecciones de actividad para el segundo trimestre han experimentado una corrección a la baja de un punto porcentual. Agrega, que las proyecciones de inflación subyacente también han experimentado una corrección a la baja, la que se estima sería persistente y no se compensaría con el mayor precio de los combustibles. Señala, que si bien estos desarrollos pueden tener un claro impacto desinflacionario en el corto plazo, a lo cual cabe agregar el efecto macroeconómico del mayor financiamiento público, hasta ahora ningún antecedente sugiere que no se vayan a materializar las proyecciones de recuperación de la economía chilena para el segundo semestre contenidas en el *IPoM* de mayo. Comenta, que las mejores perspectivas del entorno mundial hacen aún más probable que la economía chilena experimente una recuperación vigorosa en la segunda mitad del año, lo que se ve reflejado en las expectativas privadas de inflación, que se mantienen alineadas con la meta de 3% anual a dos años plazo.

Manifiesta, que si se toma como punto de partida para la decisión de hoy el nivel mínimo para la Tasa de Política Monetaria que surge del *IPoM* de mayo, que corresponde a una tasa de entre 0,75% y 1% anual, las opciones más plausibles para la presente Reunión son una rebaja de 25 puntos base o de 50 puntos base, y que si se agregan a estos antecedentes los desarrollos que han tenido lugar en el plano externo e interno en los últimos treinta días, con un mejor panorama externo y algo menos de actividad e inflación en el corto plazo en el plano interno, se tiene que la trayectoria futura de la inflación podría ser algo menor que lo previsto en el *IPoM* de mayo en el corto plazo y levemente mayor en el mediano plazo.

Comenta, que frente a este cuadro, no está claro que el Banco Central de Chile deba continuar con el fuerte activismo que ha mostrado hasta ahora, ya que los riesgos para la inflación no están claramente sesgados en una dirección, como había sido la norma hasta hace 30 días atrás. Por ello, considera que la política monetaria debe retornar a la normalidad, en al menos dos dimensiones: en primer lugar, volviendo a introducir ajustes más graduales de la

Tasa de Política Monetaria, lo que permite acumular más información antes de tomar una decisión, particularmente si ella conduce a una reversión de política; y, en segundo lugar, terminando a la brevedad con el ciclo de relajamiento de tasas, lo que constituye otra dimensión de normalidad.

Considerando ambos escenarios, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux se inclina por una reducción de 50 puntos base, porque una rebaja de 25 puntos base difícilmente podría ser considerada por el mercado como el fin del ciclo de ajuste. Por otra parte, estima que una rebaja superior a 50 puntos base le parece inconveniente no solo por lo sorpresiva, sino porque podría inducir un proceso de desintermediación en el mercado de fondos mutuos, creando volatilidad y arriesgando un deterioro de las expectativas de los agentes económicos.

Finalmente, señala que de acordarse una rebaja de 50 puntos base en la Tasa de Política Monetaria, considera que no sería conveniente la inclusión de un sesgo en el Comunicado, ya que dicha omisión en sí misma constituye una señal, que sugiere que los próximos movimientos en esta materia dependerán de la información que se acumule.

Por las razones expresadas, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux vota por una rebaja de 50 puntos base en la Tasa de Política Monetaria, estableciéndola en 0,75% anual.

El Presidente, señor José De Gregorio, señala que la actividad en la economía internacional, así como las proyecciones sobre su curso futuro, parecieran haberse estabilizado, disminuyendo los riesgos de un deterioro adicional. Indica, que además así lo estarían mostrando los indicadores bursátiles, los precios de las materias primas y las tasas de interés de largo plazo, entre otros. Agrega, que aunque probablemente no ocurran deterioros adicionales ni mayores problemas financieros a los observados en el último tiempo, no se puede esperar que desde el exterior provenga un impulso de demanda significativo.

En el ámbito interno, el Presidente señor José De Gregorio comenta que las noticias más recientes indican que la actividad económica se ha mantenido débil y la inflación muy baja. De hecho, los datos de actividad de abril son peores que lo esperado y no se puede descartar que la recuperación de la economía chilena sea algo más lenta de la estimada en el *IPoM*. En consecuencia, menciona que se podría estar enfrentando un escenario con menor inflación y mayores holguras que el escenario central del último *IPoM*. Señala, que este escenario es particularmente complejo por sus implicancias sobre la inflación proyectada y que esto se vería reforzado si se agrega el reciente anuncio del Ministerio de Hacienda acerca del financiamiento del déficit fiscal. Más aún, agrega que de producirse un repunte de la actividad más rápido de lo esperado en los meses venideros, las presiones inflacionarias se mantendrán muy acotadas. Afirma, que no existen riesgos de deflación, pero sí de que esta permanezca en niveles por debajo de la meta del Banco Central de Chile por un tiempo más prolongado que el horizonte de política.

En consecuencia, el Presidente señor José De Gregorio considera que hay razones para seguir bajando la Tasa de Interés de Política Monetaria a niveles similares a los estimados en el *IPoM*. Añade, que se podría pensar en tasas aún más bajas, pero dadas las incertidumbres sobre su potencial impacto en el mercado monetario, le parece prudente cierta gradualidad y prestar atención a cómo absorbe el mercado esta baja de tasas para proceder a un último recorte en el futuro.

Indica, que hasta ahora las rebajas de tasas se han transmitido adecuadamente a las tasas de colocación, aunque en ellas persisten primas de riesgo que mantienen las condiciones financieras con ciertos grados de estrechez. Espera que en la medida que la incertidumbre se vaya despejando y con la operación de los rezagos habituales, las tasas de colocación continúen disminuyendo. En todo caso, cree que es necesario aumentar el impacto del impulso monetario actual, el cual está acotado al encontrarse situado cerca del límite inferior de la tasa de interés. Para ello, le parece prudente indicar claramente en el Comunicado que el Banco Central de Chile estima que las tasas expansivas permanecerán bajas por más tiempo que el implícito en la curva *forward*, la cual tiene una trayectoria de tasas más elevada que la necesaria para cumplir con la meta de inflación. Menciona también, el análisis de la Reunión sostenida esta mañana, y señala que aunque las tasas de interés de largo plazo sean coherentes con los fundamentales, no lo son con lo que el Banco Central de Chile estima que es la trayectoria más probable de la Tasa de Política Monetaria.

Dada la evolución del panorama macroeconómico, en especial, la trayectoria esperada de la inflación, considera que es necesario proveer de mayor estímulo al nivel de la Tasa de Política Monetaria y que, si bien ello no se puede hacer comprometiendo ex-ante la trayectoria de la tasa de interés, es posible realizarlo indicando cuál es la evolución futura más probable consistente con nuestro esquema de metas de inflación.

Estima el Presidente señor José De Gregorio que es importante reconocer que las tasas pueden seguir bajando hasta su mínimo y, en especial, que le costaría entender un anuncio que señale que el estímulo permanecerá por un tiempo más prolongado si aún no se ha alcanzado dicho mínimo. A su parecer, la evidencia internacional, así como los antecedentes que se han recopilado, indicarían que este mínimo está más cerca de 0,5% anual, pero obviamente existen razones concluyentes, que se han discutido, que sugerirían que si se empieza a pensar en él, debería ser gradual. A su juicio, primero correspondería actuar en el nivel de la Tasa de Política Monetaria, y eso es lo que se ha venido haciendo, y después, cuando dicho proceso haya concluido, se puede continuar con un impulso prolongado para afectar toda la estructura de tasas de interés.

Por los motivos expresados, el Presidente, señor José De Gregorio, vota por reducir la tasa de interés en 50 puntos base, llevándola a 0,75%, y explicitar en el Comunicado que la política monetaria expansiva puede permanecer por un tiempo prolongado y que no se puede descartar la opción de que la referida tasa se vuelva a reducir para concluir definitivamente el proceso de relajación.

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

140-01-090616 – Tasa de Política Monetaria

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acordó reducir la Tasa de Política Monetaria a 0,75% 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 0,75% anual.

En el ámbito externo, los datos recientes muestran que las perspectivas de crecimiento global para este año se han estabilizado. Las bolsas han repuntado, las primas crediticias se han reducido y los precios de los productos básicos, en particular del cobre y del petróleo, han aumentado.

En el plano interno, la información disponible para la actividad del segundo trimestre de este año sigue mostrando tasas de variación interanual negativas. El desempleo ha aumentado. Las condiciones crediticias se mantienen estrechas, pero están reflejando el impacto del mayor estímulo monetario.

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

El Consejo estima que, en el escenario más probable, será necesario mantener el estímulo monetario por un tiempo más prolongado que el implícito en los precios de activos financieros. Ello permite que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:22 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 141
celebrada el 9 de julio de 2009

En Santiago de Chile, a 9 de julio de 2009, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular, don José De Gregorio Rebeco, y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Desormeaux Jiménez, y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asisten también el señor:

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes

y los señores:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera, 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 Sénior, doña Erika Arraño González;
Economista Sénior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesora de la Presidencia, doña Mariana García Schmidt; y
Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria Nº 141, señala que, conforme al Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de enero de 2010 para el día 14 de dicho mes.

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

El señor Sergio Lehmann inicia su exposición señalando que las cifras de producción industrial muestran que el ritmo de caída se ha atenuado en un conjunto amplio de economías, que Asia está presentando algunos signos de recuperación, en especial la República de Corea y Taiwán, y destaca el incremento que exhiben Japón y China, particularmente.

Respecto de las exportaciones reales, el Gerente de Análisis Internacional señala que también se advierten algunas recuperaciones en el margen, especialmente en Japón, Corea y Brasil, las que se explican, fundamentalmente, por el aumento de las exportaciones de bienes manufacturados en Singapur, Japón, Taiwán y, en menor medida, en China. No obstante, aclara que las caídas son muy significativas en doce meses, con excepción del caso de esta última economía.

El señor Lehmann señala que la confianza empresarial muestra un repunte en el margen, que da cuenta de un mejoramiento de las perspectivas, pero que, salvo el caso de China, el índice de difusión de todos los países analizados está bajo 50%, es decir, que el escenario es más bien pesimista. Agrega que la percepción de los consumidores comparada con la confianza empresarial, muestra un mayor grado de dispersión, destacando el incremento en Corea y las cifras positivas de Brasil, mientras que la Zona Euro y Estados Unidos, si bien exhiben un repunte, todavía están muy marcadamente en el área más bien negativa.

En cuanto al mercado laboral, el Gerente de Análisis Internacional indica que, considerando cifras desestacionalizadas, este aún continúa débil en la mayoría de las regiones, a pesar de que registra un menor ritmo de deterioro durante el segundo trimestre del presente año y una cierta recuperación en Estados Unidos. La evolución de las solicitudes de subsidio de desempleo, agrega, siguen mostrando una tendencia muy leve hacia la baja, distinta claramente a lo que ocurrió en la crisis de los ochenta y durante la crisis del 2001, pero no muy diferente de lo que aconteció en la del año 1975.

El señor Lehmann menciona que las tasas de desempleo correspondientes a un conjunto relativamente amplio de economías, incluida la chilena, continúan evolucionando al alza y hace especial hincapié en el caso de Estados Unidos, país que presenta un mercado mucho más flexible que algunas economías de Asia y Europa.

Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio, consulta si en un mercado más flexible se esperarían mayores cambios en los salarios y menores en las tasas, basado en que lo tradicional es que esto ocurra en aquellos países donde el mercado laboral es más flexible.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco interviene, respondiendo que los datos muestran exactamente lo contrario. Ejemplifica con los casos de Estados Unidos, Canadá y, en alguna medida, el Reino Unido, países que cuentan con los mercados laborales más flexibles, donde el ajuste en cantidad ha sido más rápido. Agrega, que hay otra alternativa que se genera cuando se tienen muchos contratos a corto plazo, como es el caso de Estados Unidos, entonces es en dicho lapso donde el desempleo llega a cifras muy altas, y los contratos más largos demoran en renovarse.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su presentación, mencionando que los cambios en materia de crecimiento son bastante marginales para el año 2009, ya que sólo se aprecia una economía algo menos negativa respecto del mes anterior. De acuerdo con lo que él expresa, los cambios más importantes se darían probablemente en el año 2010 y que, quizás, la mayor discrepancia viene de Estados Unidos y Europa. Al respecto, informa que el Fondo Monetario Internacional entregó una proyección de 0,8% el día anterior, cifra que está más bien en la parte más baja de las proyecciones, y de -0,3% para Europa, mientras que algunos bancos de inversión, particularmente el JPMorgan, están proyectando un crecimiento para Estados Unidos en torno a 2,5%, e incluso mayor, y también un panorama más positivo

para Europa. En opinión del señor Lehmann, de la muestra de entidades que la Gerencia considera para estos efectos, el Fondo Monetario Internacional es la única que todavía proyecta caídas en el PIB de Europa para el próximo año.

Sobre este aspecto, el señor Ministro de Hacienda manifiesta que, dado que se sabe que los crecimientos son promedio contra promedio, cuando este cae en un año y se quiere que el del año siguiente suba, tiene que haber un incremento significativo en las velocidades para que ello ocurra. En este sentido, destaca precisamente lo informado por el WEO el día anterior, esto es, el 8 de julio, que señala que la tasa de crecimiento de casi todos los países cae en el año 2009 y sube para el próximo año. En su opinión, la aceleración necesaria para que eso acontezca es de gran magnitud, por lo que es dable tener alguna duda respecto de qué tan factible es el escenario descrito por el Fondo Monetario Internacional.

El Gerente de Análisis Internacional concuerda con lo expresado por el señor Velasco, indicando que, efectivamente, tiene que producirse un aumento muy importante en las velocidades y que ello está implícito en las proyecciones actuales de la Gerencia. El señor Velasco acota que para que eso sea posible, el crecimiento debe ser de dos dígitos, por lo menos, a lo cual el señor Vicepresidente añade que, de acuerdo a algunos bancos de inversión, China ya estaría creciendo a más de 10% a tasa secuencial en el segundo trimestre, y el señor Lehmann agrega que China es la economía que está liderando las proyecciones hacia el alza e impulsando particularmente el crecimiento en Asia, y que ello es coherente con lo que están proyectando también el Fondo Monetario Internacional y los bancos de inversión.

En materia de inflación, el señor Lehmann señala que las proyecciones o las expectativas para el promedio correspondientes a los años 2009 y 2010 se han estabilizado relativamente, mientras que los registros *spot* siguen cayendo.

El Gerente de Análisis Internacional informa, a continuación, que las primas por liquidez en Estados Unidos y Europa han seguido cayendo, aunque aún no alcanzan los niveles pre crisis. Agrega, que las primas por liquidez correspondientes a plazos más largos registran caídas más pronunciadas, en tanto que las que exhibe Estados Unidos a un mes son relativamente estables.

En relación con las tasas de interés, el señor Lehmann indica que las de mediano y largo plazo de economías desarrolladas han estado cayendo, particularmente en Estados Unidos, donde la tasa a 10 años ha registrado una baja realmente importante respecto de la última RPM, que alcanza a 30 puntos base aproximadamente, disminución algo similar a la experimentada por la tasa a 2 años, lo que da cuenta de que la pendiente de la curva de rendimiento está relativamente estable. En cuanto a la tasa efectiva interbancaria *overnight*, el Gerente menciona que ella está muy cerca del rango establecido por el FED, esto es, en una cifra muy cercana a cero. En el caso de Europa, continúa, existe mayor variabilidad en la tasa interbancaria y caídas realmente importantes en las tasas de largo plazo y las a 2 años plazo, lo cual obedecería, fundamentalmente, a un mayor apetito por comprar bonos de los Estados Unidos. De hecho, agrega, se han observado demandas mucho mayores que lo anticipado, que han estado llevando las tasas a niveles muy bajos, y que detrás de ello podrían existir, además, elementos asociados a dudas respecto de la evolución de la economía en adelante, lo que también se ha traspasado al mercado, reflejándose en el mercado bursátil.

Prosigue el señor Lehmann refiriéndose ahora a la tasa efectiva que la Gerencia de Análisis Internacional está proyectando, la que evidencia la existencia de una brecha entre esta y la estimada.

El Presidente consulta si la tasa efectiva es mayor que la estimada, a lo cual el señor Lehmann responde que dicha tasa ha estado algo por debajo de la tasa que entregaron los modelos. Añade, que si se incorporara, particularmente, lo que es el balance del FED, esto es. Si se midiera en algún grado lo que es el *quantitative easing*, probablemente sí explicaría bien este movimiento, lo cual refleja que hay un efecto asociado a esta política. Al respecto, el señor Vicepresidente agrega que ello también se debe a que el entusiasmo se redujo de forma significativa durante las semanas previas, lo que explica un cambio de expectativas.

El Gerente de Análisis Internacional prosigue con su exposición, mostrando una lista de los países que están teniendo un comportamiento más agresivo en materia de política monetaria y en los cuales la tasa de política monetaria está bajo 1%. En ella incorpora también a Noruega, cuya tasa de instancia alcanza a 1,25% anual. Indica, que la lista también incluye a los bancos que están aplicando políticas monetarias no convencionales, entre los cuales se encuentra Canadá, economía que si bien no las ha aplicado todavía, está abierta a la compra de bonos del gobierno y de privados, entendiéndose por "abierta a", que estas medidas ya fueron anunciadas pero no se han concretado aún. Agrega, que Noruega básicamente continúa efectuando *swaps* de papeles, lo que no constituye una política muy tradicional o en línea con la que han estado llevando a cabo otros bancos centrales. Respecto de este punto, el señor José De Gregorio complementa que Israel, al parecer, sigue con la política de compra de papeles del Tesoro y acumulación de reservas por razones de seguridad y no con el propósito de acumular reservas propiamente tal.

En relación con las paridades, el señor Lehmann menciona que estas han tendido a depreciarse bastante marginalmente respecto del último año, destacando la situación de aquellos países que son exportadores de productos básicos, como Australia, Nueva Zelanda y Canadá. En cuanto al tipo de cambio real, señala que el perfil es bastante parecido en todas las economías, si bien las pendientes son algo distintas. En el caso de Brasil, especifica, ello se debe probablemente al hecho de estar indizado en 2003 = 100, cuando el real brasileño estuvo particularmente depreciado, pero que los perfiles son bastante parecidos.

El señor Ministro de Hacienda, refiriéndose a que el tipo de cambio real, usando IPC, es sólo una forma de medir el tipo de cambio real y que hay muchas otras que pueden ser relevantes, especialmente, frente a fluctuaciones tan grandes en los precios de los exportables y de importación, consulta si sería posible, ojala para la próxima Reunión de Política Monetaria, tener un gráfico comparativo que incluya también el tipo de cambio real, utilizando otra medida para algún conjunto de países donde el dato exista, grupo, que imagina, no debe ser muy numeroso.

El señor Lehmann retoma su presentación, informando que las bolsas se inclinaron a la baja durante el último mes y que los premios soberanos, en tanto, tendieron a aumentar levemente, en lo fundamental debido a dudas respecto del ritmo de recuperación.

El Gerente de Análisis Internacional señala que las paridades y CDS presentan variaciones mixtas y que han tendido a predominar los aumentos de CDS respecto a algunas bajas, en particular, en algunos países de Europa.

Refiriéndose a los flujos de capitales, el señor Sergio Lehmann menciona que, considerando los promedios móviles de seis meses, estos han tendido a moderarse y a disminuir durante las últimas semanas, lo que da cuenta de algún grado de salida de capitales. En cuanto a la emisión de bonos, agrega que las cifras al cierre de julio muestran un mayor

interés por colocar bonos en los mercados internacionales emergentes, particularmente bonos corporativos.

En cuanto al comportamiento de los precios de los *commodities* durante el último mes, el Gerente de Análisis Internacional destaca las caídas de los precios de algunos granos, gasolina y petróleo, y menciona que la disminución ha sido algo más atenuada en el caso del cobre. En términos de perfiles de futuros del petróleo y la gasolina, indica que, no obstante las caídas que han presentado, usando la metodología habitual son bastante marginales, y subraya particularmente el caso de la gasolina, en que el desacople respecto al perfil de futuros del mes anterior se produce más bien en el corto plazo, ya que no se ha reflejado hacia el mediano y largo plazo la caída en los precios FOB de la gasolina. Respecto del precio del cobre, plantea que la reducción de los inventarios si bien algo más atenuada, y los indicadores de confianza asociados a la evolución del precio del cobre, que siguen mostrando una tendencia positiva, han logrado sostenerlo en niveles por sobre 2 dólares. Ello, agrega, ha llevado a la Gerencia a revisar las proyecciones de dicho precio para el promedio de este año y también en algún grado el próximo, en torno a 10 centavos. En el caso del petróleo y de la gasolina, señala que los cambios son algo más marginales, destacando la caída en el precio promedio de la gasolina proyectado para el año 2009, debido a lo observado en el mercado *spot* en adelante y que, sin embargo, por ahora no se registran cambios significativos.

El Consejero señor Manuel Marfán estima que cuando hay un *shock* de esta naturaleza, los ajustes de inventarios pasan a ser muy bruscos. Lo natural, indica, es que cuando se parte con una crisis de liquidez, como es actualmente el caso, la estrategia de las empresas es vender y no comprar, y que cuando todas las empresas hacen lo mismo, ello lógicamente lleva a una caída de la demanda. A su juicio, este comportamiento tiene un límite, a partir del cual se tiene que retornar a un punto donde las compras se igualen a las ventas, lo cual no necesariamente significa que la recuperación empezó. Dicho en otras palabras, si el *shock* es estructural, se puede estar frente a un *overshooting* para abajo mientras se ajustan los inventarios, los que después vuelven a una planicie que puede ser muy mediocre. Estima el señor Marfán que el comportamiento del comercio y de la actividad industrial, expuesto por el señor Lehmann, podría ser eventualmente explicado por un fenómeno de esta naturaleza, donde se ve un rebote, que puede ser el comienzo de una recuperación, pero también puede ser sólo un efecto producto de los comportamientos de los inventarios y no necesariamente de un crecimiento sostenido. Agrega, que esto podría pasar también en Chile, pero no todavía.

El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, concuerda con lo expresado por el señor Manuel Marfán, en el sentido de que, indudablemente, lo primero que se observaría es un movimiento de inventarios, y que sólo luego de un par de trimestres se podría constatar si ello es sostenible o no por el lado de la demanda más perdurable. En su opinión, si se aprecia que el aumento no ha retomado mucho dinamismo, se puede dar un segundo rebote, a lo cual el Consejero señor Marfán sostiene que el efecto de inventarios sería, en tal caso, un *greenshoot*.

El Gerente de División Estudios responde que, indudablemente, así es por el lado de la producción industrial y de las exportaciones en el mundo, y en Asia, particularmente. El señor García indica que pensando en la próxima Reunión de Política Monetaria, o incluso antes, se revisará cómo ha sido el comportamiento de los datos de inventarios en cuentas nacionales por sectores económicos a nivel internacional para, de esta forma, tener una perspectiva comparada respecto de lo que le está pasando a Chile.

Al respecto, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, con motivo de lo comentado por el señor Lehmann sobre las exportaciones de Asia, señaló que las de China no están creciendo y que no obstante, es el crecimiento interno o el de la demanda interna de esa economía lo que está levantando a Asia. Sin embargo, agrega, que en todo caso, China no tiene el tamaño suficiente para levantar al mundo, por lo que la clave es lo que va a suceder especialmente con los consumidores de Estados Unidos de América.

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 exponga la información relativa al escenario interno.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, da inicio a su presentación, indicando que el IMACEC de abril registró una corrección muy relevante, de 1% mes a mes, dato que si se compara con el de mayo se traduce en un leve aumento de 0,2%. En mayo, por el contrario, este índice fue de -4,4%, en línea con lo proyectado, y aún más bajo si se considera el promedio de lo que va del trimestre.

A la pregunta del Consejero señor Sebastián Claro acerca de si el nivel final es el mismo, el señor Soto contesta que es más bajo, influenciado básicamente por lo acontecido en el mes de abril más que por lo que ocurrió en el mes de mayo pasado, a lo cual el señor Ministro de Hacienda agrega que lo positivo, entre comillas, no es que haya mejorado mayo, sino que bajó la tasa.

En cuanto a la dinámica sectorial, el Gerente de Análisis Macroeconómico destaca que si bien la industria ha continuado cayendo de manera sistemática, los sectores vinculados a la inversión son los que registran las disminuciones más intensas, y que la minería, a pesar de exhibir un cierto rebote en el margen, registra alta volatilidad y niveles más bajos comparados con los del año anterior. Agrega, que los indicadores parciales de construcción son más bien mixtos, ya que hay un cierto efecto positivo en las ventas reales, pero por otra parte los despachos de cemento y los permisos de construcción siguen relativamente planos. Al respecto, comenta que en este sector se observó un cierto rebote en algún momento, que se estimó tendría mayor persistencia en el tiempo, pero que los últimos dos datos indican que los permisos estarían estancados. Respecto del comercio, señala que las cifras son más alentadoras, toda vez que algunos indicadores, en especial, los ligados al comercio minorista, han experimentado un cierto incremento, no así el comercio mayorista, cuyo margen es más bajo que los datos previos.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta si las ventas minoristas anticipan las ventas mayoristas, esto es, si la demanda empieza por las ventas minoristas, y si acaso se cuenta con algún patrón histórico. El señor Claudio Soto responde que efectivamente, las ventas mayoristas están muy ligadas a lo que ocurre con la producción en los sectores de inversión, ferretería y afines y, que hasta ahora, en el margen, no hay indicios de que las ventas minoristas vayan en aumento en conjunto con las mayoristas.

El Gerente de Análisis Macroeconómico prosigue con su presentación, mencionando que los indicadores de consumo muestran mejoras en el margen. Destaca la recuperación sostenida de las ventas de automóviles, reflejada por el indicador de bienes durables que construye el INE, así como también la recuperación en el margen en el indicador coincidente de las ventas de bienes habituales y en los indicadores de perspectivas de los consumidores. No obstante, señala que los datos de importaciones no muestran aún un repunte claro, como tampoco los de las importaciones reales.

Refiriéndose a la percepción de los inventarios, que se obtiene de la encuesta que se hace a los empresarios, el señor Claudio Soto informa que si bien esta ha tendido a bajar, todavía está en un rango muy por sobre 50, lo que no sólo se considera elevado, sino que muy superior a los promedios de los últimos tres años.

El Consejero señor Manuel Marfán estima que ante un determinado nivel de inventarios, la percepción de si se está o no sobreinventariado dependerá de la visión que se tenga respecto del futuro, esto es, si se piensa que la situación actual es normal y después la visión se torna pesimista, un mismo nivel de inventarios podría pasar de considerarse normal a otro en que se estima que se está sobreinventariado. Como se trata de percepciones, agrega, estas dependen mucho de la visión que se tenga, por lo que en la medida que mejoren los indicadores de percepción económica, debiera también traducirse en que bajen los inventarios efectivos y suban los deseados.

A lo anterior, el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, acota que es evidente que el aumento de los inventarios de la industria y del comercio no obedeció a un incremento de los inventarios físicos propiamente tal, sino que a la reducción de actividad. Explica, que la reciente desacumulación de inventarios obedece a un tema financiero, esto es, al costo en términos de caja de tener inventarios paralizados. A su juicio, la actual disminución de estos va en la dirección correcta y a una velocidad parecida a la que experimentó su aumento. Agrega, que la caída de existencias es bastante significativa y que la reversión de ellas aún no se observa en los datos que se manejan respecto del PIB del segundo semestre.

El Consejero señor Enrique Marshall complementa lo expresado, indicando que en el caso de los inventarios concurre también un factor de composición, por cuanto tratándose de los automóviles está claro que en un momento de crisis cambia la composición de la demanda y por lo tanto los vendedores se quedan con *stock*.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su exposición e informa que para junio los datos de consumo energético, que son relativamente bajos, hacen prever un IMACEC que podría estar en torno a -5%, lo que representa una leve caída con respecto de su nivel de mayo. Aclara que la proyección de la Gerencia para el mes, que es coherente con la estimación que se tiene para el trimestre, no es literalmente la proyección del IMACEC con el modelo de energía, pero que este último ayuda a ajustar las proyecciones, por lo que, en consecuencia, se tiene una proyección del IMACEC implícita en torno a -5% y algo más alto. Con ello, agrega que, en términos de las proyecciones mensuales, en adelante, podría haber una pequeña caída adicional en el nivel del IMACEC en el margen. Destaca, que lo más relevante es el ajuste en la corrección del crecimiento del segundo y tercer trimestres de este año, desde -4% hasta -4,8% para el segundo trimestre y desde -1,1% hasta -2,1% para el tercero.

En relación con consultas formuladas por el Presidente señor José De Gregorio y el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, el señor Claudio Soto responde que los datos antedichos se encuentran ya corregidos y que el *IPoM* de mayo informó -2,9% para el segundo trimestre. Asimismo, aclara que los datos trimestre contra trimestre arrojan -5,1% para el segundo trimestre y 7,3% para el tercero.

El asesor del Ministro de Hacienda, señor Igal Magendzo, indica que para crecer -0.75% en el año habría que hacerlo al 6% en doce meses en el cuarto trimestre, y consulta si se tiene alguna indicación acerca de la velocidad que ello implica, a lo cual el Gerente de División Estudios responde que se necesita un crecimiento anualizado de entre 10 y 15%

secuencial en el tercer y cuarto trimestres. Precisa, que con los datos de los IMACEC implícitos en el segundo trimestre, se calcula el IMACEC desestacionalizado por todo el período y se utiliza como factor para desestacionalizar el PIB.

El Consejero señor Manuel Marfán recuerda que en la Reunión de Política Monetaria pasada, se vio que en el corto plazo las cifras eran peores que las que se habían proyectado en el escenario base del *IPoM*, pero que en ese entonces se anticipaba un probable un repunte para el segundo semestre, que hacía que el escenario central siguiera siendo válido. Por tal motivo, en su opinión, dicho escenario dejaría de ser válido conforme con las cifras actuales.

Al respecto, el señor Pablo García hace presente que en las Opciones de las Reuniones de Política Monetaria se es muy cuidadoso en no decir si el escenario del *IPoM* es o no válido, porque no se hacen proyecciones del año. Aclara, que lo dicho en la Reunión pasada fue que no cambiaba en general los contornos del escenario del *IPoM*, que suponía una recuperación en el segundo semestre, sin que se especificara si se era coherente o no con los rangos de proyecciones. En su opinión, en ese entonces era demasiado temprano para saberlo. Añade, que una revisión adicional, incluida en las presentes Opciones que se propondrán al Consejo, se señala que para alcanzar el rango se necesita un crecimiento significativo en el segundo semestre, de entre 10% y 15% anualizado. Precisa, que no se está diciendo si eso va a ocurrir o no, como tampoco, que ese es el supuesto considerado para el tercer trimestre.

El Consejero señor Manuel Marfán interviene para señalar que se ha dicho que el escenario del *IPoM* ha quedado atrás cuando el precio del petróleo se elevó considerablemente y que, incluso, este muchas veces ha quedado obsoleto antes de un mes. En su opinión, ahora se debería abandonar el escenario de crecimiento del *IPoM*, y consulta si el *staff* tiene alguna percepción en el mismo sentido, a lo cual el señor Pablo García señala que, a su juicio, es lo que correspondería hacer y precisa que la pregunta relevante es si ello se quiere transmitir o no.

El Ministro de Hacienda manifiesta concordar con lo planteado por el Consejero señor Manuel Marfán y el Gerente de División Estudios señor Pablo García. Indica que la información actual, más el dato de energía del mes de junio, que desconocía, sitúan a la economía chilena en un escenario con alta probabilidad de que el crecimiento sea bastante menor que lo que se había contemplado. Acota, que puede haber un cambio en el perfil al interior del año, esto es, que los meses de abril y mayo han sido más bajos y que es probable también que el segundo semestre sea levemente más alto, en parte porque la base es más baja.

Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio comenta que ello ya está incluido en la Minuta de Antecedentes y que incluso la prensa ha informado que el crecimiento ha sido menor que el esperado. Agrega, que si se proyecta esta desviación respecto de la del *IPoM* de mayo, se puede hablar de un crecimiento de al menos -1,5% para el año y de una inflación por debajo de -0,5% para el cierre del año, en vez de 0,6%.

El Presidente consulta asimismo, acerca de la cifra de la Encuesta de Expectativas para el presente trimestre, a lo cual el señor Pablo García responde que asciende a -3,5%, y el señor Claudio Soto agrega que esta se corrigió de -1 a -5% para el año.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que, en su opinión, más importante que discutir la serie de proyecciones, el aspecto central está en si acaso se va a producir la recuperación en el segundo semestre y cuál va a ser el grado. Agrega, que con la proyección de a economía, lo más probable es que se cierre el año con cifras por debajo de lo esperado. Para el referido Consejero, lo fundamental fue el mensaje transmitido por el Banco en mayo, en cuanto a que habrá recuperación económica con cierta intensidad y que el riesgo en este punto reside en la potencia que va a tener.

A juicio del Presidente José De Gregorio, esa pregunta es relevante en el caso del -2,1% correspondiente al tercer trimestre, el que de acuerdo con lo que se puede deducir, asciende a un 4,2% anualizado. El señor Claudio Soto precisa que se trata de 7,3%, a lo cual el Presidente señala que es más fuerte aún y que le llama la atención que ese -4,8% sea menor que el -2,1% contemplado en el Informe del primer trimestre. El Gerente de División Estudios aclara que se trata de las velocidades y el Gerente de Análisis Macroeconómico agrega que las variaciones trimestre a trimestre hay que multiplicarlas por cuatro para sacar las velocidades. El Presidente consulta si acaso el segundo trimestre va a ser aún más negativo. El señor Claudio Soto hace presente que en el tema del PIB hay dos elementos de oferta que han sido bastante relevantes: el primero, que se adelantó la producción en el primer trimestre, lo que determinó que dicho trimestre no apareciera tan malo respecto del segundo; y el otro, incide en que el efecto de la crisis de la industria salmonera se está sintiendo actualmente de manera importante y que, de hecho, la proyección se corrige por lo menos en tres décimas en adelante, simplemente por lo que está ocurriendo en el sector pesca, para el cual se proyectaba un crecimiento de -7,4% y ahora se tiene una proyección de casi -30% para el segundo trimestre. Agrega, que la otra parte de la corrección proviene de lo que está ocurriendo con la industria, cuya recuperación se estima será más lenta.

Respecto del consumo y la inversión, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que no existe mucha información, razón por la cual estos componentes de la demanda no se han corregido de manera relevante, pero que sí hay una corrección en la variación de existencias, en que en el segundo trimestre debería haber sido casi tan mala como en el primer trimestre y que se estima que en el tercero seguiría habiendo una desacumulación de existencias, pero de menor intensidad que la registrada hasta ahora. A pesar de lo anterior, el señor Claudio Soto informa que, respecto del trimestre anterior, en este se contempla el PIB y el PIB resto sin agricultura con tasa de variación positiva.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, refiriéndose a la variación de existencias, aclara que de acuerdo con los datos que se presentan, que aún no son públicos sino que de cuentas nacionales y que hacen una apertura de la variación de existencias por sectores, se observa que la desacumulación de existencias ha sido más intensa en la industria y que esta se explica de manera importante por la disminución que ha experimentado este sector Agrega, que se observa una correlación bastante alta entre la caída de los sectores ndustriales y la desacumulación de existencias, y que la variación de existencias de la industria, que está ajustada por el componente doméstico de la producción y no considera los mercados mportados, obedece a varios sectores, siendo los más relevantes la industria alimenticia, la química, la de productos metálicos y la de la madera.

Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán señala que sería interesante conocer su duración, ya que las variaciones de inventarios no pueden ser permanentes. Agrega, que si se tiene una desacumulación de inventarios no deseada, entonces se debería esperar un crecimiento de la industria, no una caída.

El señor Pablo García responde que algunos antecedentes sugieren que en el segundo trimestre podría darse un cierto crecimiento. A modo de ejemplo, señala que las exportaciones industriales, sin considerar la situación de los salmones, dejaron de caer a principios de este año e incluso han comenzado a subir, y que en el caso de las exportaciones industriales han seguido cayendo, quizás por mayor demanda y no por menor producción.

El Ministro de Hacienda comenta que si la información anterior se descompone entre bienes industriales de consumo final versus insumos, existe algún patrón. Afirma, que la gran acumulación de existencias ha ocurrido en la industria metalmecánica que le vende a la industria del cobre, la que actualmente registra una baja inversión o respecto de los productores cuyos bienes se comercializan en supermercados. Agrega, que en este aspecto podrían existir algunas claves, porque el comportamiento de la demanda inducida obviamente va a ser distinto del de la demanda final, en otras palabras, el consumo se va a recuperar más rápido que la inversión.

Prosiguiendo con la presentación del escenario interno, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico informa que la tasa de desempleo llegó a 10,2% en mayo y que 9,% es el dato desestacionalizado, lo que se explica tanto por una caída adicional en la tasa de crecimiento del empleo como por una tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo que retrocede levemente respecto del trimestre móvil previo, pero que, de todas maneras, continúa a tasas de crecimiento más elevadas que las de los últimos promedios móviles de los meses anteriores. Destaca, que resulta relevante la desaceleración adicional del empleo en el margen, porque en el trimestre móvil anterior se había observado que la desaceleración del empleo tendía a cero.

Respecto de los salarios, el señor Claudio Soto indica que estos exhiben una tasa de variación estable en los últimos meses, por lo que la tasa de variación interanual de los salarios de los CMU ha seguido una tendencia decreciente en el tiempo. Añade, que los salarios reales exhiben un repunte relevante en el mes de mayo, dados los registros de inflación que se han registrado.

En cuanto al dato de IPC, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que las variaciones anuales son inferiores al rango de tolerancia, ya que el registro de junio fue de 1.9% en tanto que la inflación mes a mes fue positiva por primera vez en tres meses. Hace presente, que en todo caso, los indicadores subyacentes, como el IPCX1, tuvieron variaciones negativas en el mes, de -0,2%. A una consulta formulada por el Ministro de Hacienda, el señor Claudio Soto responde que el IPC en doce meses alcanzó a estar solo un mes dentro de la banda, a lo cual el Presidente señor José De Gregorio agregó que el Banco considera que el promedio sea de 3%, por lo que habría que compensar un 9,9%.

El señor Claudio Soto añade que lo proyectado el mes pasado estuvo, en general, en línea con las respectivas cifra, salvo algunas sorpresas, como en vestuario, por ejemplo, cuyos precios experimentaron caídas adicionales superiores a lo contemplado; el alza de los medicamentos, que revertió las bajas de precios de meses anteriores; como también, que sorprendió el alza de la tarifa eléctrica, la que se estima será transitoria, ya que se permitió a las empresas eléctricas efectuar una indexación que ahora deberán revertir con motivo de la fijación del precio nudo; la baja en combustibles también fue inesperada, fundamentalmente por lo ocurrido con el tipo de cambio durante el mes, que fue más bajo que el previsto.

El señor Claudio Soto menciona que las velocidades de la inflación están bastante bajas en general y que, de hecho, se tienen velocidades negativas para el IPC y para el IPCX, como asimismo, velocidades positivas para el IPCX1, pero muy influidas por efectos estacionales derivados del reajuste de la educación que ocurrió en marzo. Agrega, que la proyección que se está realizando supone un tipo de cambio de $535, y que a esta fecha se encuentra aproximadamente en $15 por sobre este valor.

Prosigue el Gerente de Análisis Macroeconómico indicando que tratándose de perecibles, la proyección es básicamente muy similar a la que se tenía y el precio del petróleo está algo por sobre el informado en la Reunión pasada, pero con un precio de la gasolina más bajo. Añade, que dado el precio de la gasolina y el tipo de cambio también se encuentran más bajos, la trayectoria para el precio de la gasolina está por debajo de lo considerado en la Reunión de Política Monetaria pasada y que, de acuerdo con el conjunto de antecedentes disponibles, la proyección a noviembre se corrige desde -0,8% hasta -1,3% y la proyección para diciembre a -0,4%, la que se compara con el 0,6% publicada en el *IPoM* para el mismo mes de diciembre.

El señor Claudio Soto señala que lo destacable es que más allá de la contribución negativa del combustible en adelante, se espera que el aporte de los precios de los sectores resto siga cayendo en el tiempo e, incluso, que los sectores más importantes o *cores* puedan tener una contribución negativa hacia fines de año. Plantea, que modelos de series de tiempo indican caídas relevantes en la inflación y llevan a proyecciones que son levemente mayores que las del escenario base, pero dentro del orden de magnitud. Por ejemplo, los modelos TAR son exactamente iguales, los modelos Sarima son similares, mientras que los modelos autoregresivos, que tienen más persistencia, indican una inflación por sobre la que se considera en el escenario base.

En relación con el mercado financiero, el Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que las tasas que informará consideran los nuevos *benchmarks* con los que trabaja la Gerencia de Mercados Financieros Nacionales. Informa, que con estos nuevos *benchmarks*, las tasas nominales se han mantenido estables desde la última Reunión de Política Monetaria, las tasas reales subieron durante el mes y cayeron de manera significativa en los últimos días. Indica, que en este sentido, las tasas reales se han reducido en 40pb aproximadamente respecto de la última Reunión y que la tasa *swap* a 360 días, que se había mantenido más o menos plana, incluso después de la antedicha Reunión, registró una baja importante en la última semana. Agrega, que las tasas de colocación de los créditos exhiben movimientos mixtos en general y que lo más destacable es que las tasas comerciales a 90 y 365 días se han incrementado respecto de un antecedente que incluso ya estaba más alto que el mes previo. Subraya, también, que el dato en el margen de las colocaciones a 30-89 días está al alza por primera vez, aclarando que este último corresponde a la tasa promedio desestacionalizada hasta el día martes pasado, o sea, comprende datos de la primera semana del mes de julio en curso.

El Presidente señor José De Gregorio hace referencia a las tasas de interés de los créditos de consumo, que se redujeron a todos los plazos, especialmente, las de a más de tres años que disminuyeron entre 90 y 120pb. Añade, que las tasas de interés de las colocaciones comerciales cayeron bajo 6%, a lo cual el Gerente de División Política Financiera especifica que esa reducción se refiere a esos antecedentes respecto de la última Reunión.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que es conocido que las tasas de interés de mercado disminuyen ante una reducción de la Tasa de Política Monetaria, pero que lo importante es si esta logra o no influirlas en una magnitud que sea relevante. Al respecto y excluyendo las tasas de los créditos de consumo, señala tener la inquietud acerca de si las tasas de interés de los préstamos bancarios están también disminuyendo a un ritmo similar. Para conocer ese antecedente, a su juicio, no basta con el promedio, porque probablemente se considera un *sudden stop* a una categoría de clientes importante y con ello bajan las tasas promedio. Por ese motivo, solicita contar con un diagnóstico más preciso para poder determinar si realmente las condiciones monetarias a las que propende el Banco Central de Chile, se han traducido o no en condiciones de crédito que sean más ventajosas en materia de tasas de interés, al menos, porque puede ser que el problema principal no se encuentre en la magnitud de la baja de tasa por parte del Banco Central, sino que en cuánto mejoran las condiciones de crédito para aquellos agentes que podrían generar un mayor gasto. Añade, que el mecanismo de transmisión de la política monetaria expansiva hacia demanda agregada y, por su intermedio a inflación en precios pasa por el comportamiento del sistema bancario, ya que no hay contacto por otras vías que no sea a través de dicho sistema. Reitera, que por ello se requiere información, para determinar si se acepta o rechaza la hipótesis de que puede no haberse producido un traspaso suficientemente expansivo, de manera de explicitar en mejor forma la política establecida por el Banco Central a los clientes del sistema financiero.

Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio señala que el seguimiento del comportamiento de la tasa de traspaso se efectuó en reiteradas oportunidades durante el primer trimestre, pero que se dejó de realizar, por lo que debería retomarse en términos periódicos. Hace presente, que le resulta compleja la situación de las tasas hipotecarias ya que corresponden a las del BCP-5, y sería deseable sujetarlas a la trayectoria de esa tasa lo que estima de relevancia obtener. Asimismo, consulta acerca de la fecha en que se difundirá la Encuesta de Crédito, por proporcionar información muy útil al respecto, a lo cual el señor Kevin Cowan indica que la encuesta se efectuó la última semana de junio, por lo que se dispondrá de ella dentro de dos semanas. Asimismo, el Presidente solicita contar con algún indicador que explique las razones por las que este ciclo es distinto, en razón de que parte de los efectos del traspaso podría consistir en el planteamiento expuesto por el Consejero señor Manuel Marfán, en orden a que el problema incidiría en los mayores riesgos en el otorgamiento de crédito, por lo que la tasa de interés simplemente se reduce por dicho motivo.

El Ministro de Hacienda plantea que, en su opinión, existen dos dimensiones que considerar: una, es la relativa a un plazo fijo entre agentes y la otra, es para el agente en cuanto al tiempo. En ambas, señala, hay dudas respecto del traspaso entre agentes por las razones ya mencionadas por el Presidente señor José De Gregorio y el Consejero señor Manuel Marfán, lo que se confirma cuando se observan las cantidades y no los precios. Indica, que el estancamiento de los *stocks* es bastante notorio, incluso para aquellos segmentos hipotecarios en que el Banco del Estado tradicionalmente es muy activo. Su otra duda, originada en la Minuta de Opciones, dice relación con las trayectorias esperadas, ya que en la Reunión de Política Monetaria anterior se comunicó que se esperaba una tasa a niveles actuales o menores por un tiempo prolongado, lo que no se refleja en la estructura de tasas en adelante. En su opinión, esa es otra dimensión que apunta en la misma dirección respecto a sembrar dudas sobre si el *monetary stance* es lo expansivo que requieren las condiciones actuales.

El Gerente de División Estudios informa que la Gerencia monitorea el traspaso de tasas y que esa información se presenta en las Reuniones solo cuando hay hechos destacables que comunicar. Básicamente, señala, dada la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria que se deduce de los precios de activos, que es la que se utiliza para ver los

traspasos de tasas, no se observan anomalías en la rebaja de las tasas de los créditos comerciales, tomando en cuenta también medidas de riesgo, de costos de fondos de la banca y otros elementos que se han analizado en varias oportunidades.

El Ministro de Hacienda consulta acerca de cómo se define una anomalía, a lo cual el Gerente de División Estudios responde que se trata de un residuo positivo que se infiere de la trayectoria implícita para la Tasa de Política Monetaria en adelante en la curva *forward* y por las medidas de riesgo que vienen dadas, por ejemplo, el costo al que se fondean los bancos en el exterior, o el VIX o el *EMBI*, y si se observa un residuo positivo, estadísticamente significativo, se podría decir que existe una anomalía que no se está traspasando. El señor Pablo García explica que ello se efectúa, en primer término, respecto a la tasa promedio, destacando que también hay otro tema relacionado con la dispersión y al efecto explica que tratándose de los créditos de consumo se observa que no ha habido innovación en ese sentido, lo que obedecería a que aparentemente hay un elemento de riesgo de crédito interno producto del desempleo, que está determinando que las tasas se mantengan en niveles relativamente altos En cuanto a las tasas de crédito hipotecario, agrega, que tampoco se observan anomalías y que su comportamiento es más bien parecido al de los créditos comerciales. Complementa, que ello es condicional a la trayectoria de Tasa de Política Monetaria que se deduce de la curva *forward,* lo que puede ser objetable y que, de hecho, es un tema que se menciona en las Opciones.

Al respecto, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco solicita se explique cómo se entiende que las tasas de los BCU estén disminuyendo y que por el contrario las de los créditos hipotecarios aumenten. El Gerente de División Estudios responde que, tal como se ha señalado anteriormente e informado en los últimos *Informe de Estabilidad Financiera* e *Informe de Política Monetaria*, lo destacable es que en los últimos seis meses las tasas reales se encuentren por debajo de lo que estaban antes de la crisis; que el aumento de tasas que se produjo fue transitorio; y, que Chile ha sido capaz de acomodar las tasas reales de largo plazo más bajas que las que se habrían supuesto si se nos hubiera consultado en agosto del año pasado, sobre la pregunta hipotética de lo que ocurre con las tasas largas si el *spread* soberano sube en 200pb ó 300pb.

Sobre el particular, señala que el principal fenómeno entonces consiste en que las tasas de largo plazo estén en los niveles relativamente reducidos en que se encuentran, más que hayan subido en el corto plazo. De hecho, menciona que la fuerte caída que tuvo la tasa de los BCU-5, que la ha llevado a niveles menores que 2% real en febrero de este año, en medio de la secuela de la peor crisis financiera de los últimos setenta años, a su juicio, constituye una señal de extraordinaria seguridad que proveen estos títulos, por lo que compararlas con ese nivel puede resultar confuso. Agrega, que existen datos de tasas de interés máximas y de tasas mínimas y que, tal como era de esperar, dado el entorno riesgoso que se presenta, las tasas mínimas han propendido más rápido a la baja de tasas de interés que las tasas máximas, con lo que ha aumentado la dispersión. Puntualiza finalmente, que no hay evidencia de que se haya producido segmentación, en términos de que algunos clientes puedan haber sido excluidos del mercado del crédito, ya que no existen antecedentes confiables al respecto, por lo que habría que revisar la base de datos de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras que contiene mayores detalles al respecto.

El Consejero señor Enrique Marshall interviene señalando que, sin perjuicio de que se deba seguir monitoreando este tema, las cifras que se presentan despiertan algún grado de preocupación, dado que podría estar ocurriendo que los ciclos hacia la baja de tasas de interés se estén cerrando completamente, dado que la Tasa de Política Monetaria ya ha

cumplido con ciertos niveles mínimos y la presión por bajar las tasas empieza a disminuir. Indica, que hay que recordar que en un contexto como éste, la competencia al interior de los bancos disminuye, por la existencia de clientes cautivos, situación que ya se observó a principios de la presente década, cuando en algún momento se tornó difícil bajar las tasas y hubo que ejercer alguna presión. Puntualiza, que por ello corresponde efectuar el seguimiento de estas cifras, por cuanto si bien hasta esta fecha se produjo una cierta rebaja de tasas de interés, en adelante, ello podría estar deteniéndose como consecuencia de la relevancia del tema riesgo de crédito, por lo que en un contexto como éste, serán las empresas bancarias las que tendrán el rol principal.

El Ministro de Hacienda manifiesta no compartir lo planteado por el Gerente de División Estudios en cuanto a que en episodios previos de crisis en Chile y en América Latina la tasa de interés real estaba dada por la necesidad de defender una paridad cambiaria y de evitar mayores salidas de capitales, por lo que no era la tasa de interés deseada por razones de demanda agregada, ya que constituía una tasa defensiva, por cuanto era la única que se podía tener para que la economía no se derrumbara. Hoy, afirma, Chile se encuentra en una etapa superior, por lo que debe sujetarse a otro estándar. Luego, la pregunta que debe formularse no es si nuestra tasa real de interés es tal que no provocará una situación anómala que motive a retirar divisas del país, sino que si ésta es la tasa real de interés que se quiere, dado los objetivos de política monetaria y el *output gap*. Manifiesta que la duda que le surge al respecto es el segundo aspecto, por cuanto si ya Chile se encuentra sujeto a otros estándares, la tasa de interés real debe corresponder a aquélla que se requiere para cumplir con los objetivos de política monetaria y dado el *output gap*, su convicción es que más allá de que el plazo sea muy corto, no se encuentra donde debería estar, reiterando que, en su opinión, nuestro país no debe ceñirse actualmente al estándar que tenía en la crisis de los ochenta.

El Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan, estima que hay dos antecedentes que complementan la tesis de segmentación: el primero reside en que lo que efectivamente se aprecia es que los préstamos por segmento del deudor evolucionan de manera distinta en lo que va del ciclo, ya que las grandes empresas mantienen acceso en volumen de crédito por montos muy superiores que las empresas de menor tamaño; y lo segundo, que hay una diferencia también importante en las condiciones crediticias. Al respecto, indica que cuando se separa la encuesta por tamaño hasta el mes de marzo, se aprecia que la banca ha estado dispuesta a flexibilizar algunas de las condiciones de crédito para las empresas de mayor tamaño y no así para las otras empresas, donde tanto las tasas, los plazos y las garantías se han incrementado en forma sistemática. En síntesis, menciona que hay evidencia complementaria de que el efecto es significativo.

El Consejero señor Manuel Marfán interviene para recordar lo que ha sostenido desde hace tiempo y que, de hecho, fue una de las recomendaciones que efectuó al actual Ministro de Hacienda al asumir su cargo, en cuanto a la iniciativa de crear un Banco de Desarrollo Público para enfrentar situaciones de crisis que la banca privada no puede resolver. Menciona, que resulta evidente que cuando sube el nivel de riesgo, los bancos limitan el otorgamiento de créditos y no se les puede obligar a que presten a las Pymes. La autoridad debe contar con algún grado de diagnóstico de la dispersión e, incluso, del grado de racionamiento en algunos casos. Agrega, que ha consultado acerca de la cifra que correspondería a una tasa *prime* de colocaciones, ya que estima que se trata de un punto relevante, por cuanto no es la política monetaria la que puede resolver ese tipo de problemas.

Al respecto, afirma que por más que el Banco Central de Chile baje la tasa de interés, no existen razones por las cuales los bancos van a otorgar crédito a clientes de alto riesgo en situaciones económicas de incertidumbre, por lo que se trata de un tema que debería ser analizado. Estima, que se trata de un punto relevante ahora, dado que los instrumentos con que cuenta el Banco para estimular un mayor otorgamiento de crédito hacia el sector privado tienen menor potencia por las razones mencionadas, pero con ello se abre espacio también para otras políticas financieras complementarias que no son de competencia del Banco Central de Chile. Finaliza su intervención, manifestando que le parece que las medidas de dispersión están demostrando que el presente es un ciclo donde se vuelven a dar características similares, quizás no del orden ni magnitud de las que hubo en el período 1998 a 1999, donde sí se produjo claramente ese *sudden stop* interno.

El Ministro de Hacienda declara compartir lo expuesto, y destaca que por las mismas razones se ha sido tan activo en las políticas fiscales aplicables en el Banco del Estado de Chile, en el FOGAPE, en el FOGAIN y en otros instrumentos utilizados por la CORFO, que tuvieron un crecimiento exponencial en los montos asignados.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación para hacer dos aclaraciones respecto de los datos en el margen de las colocaciones, las que siguen estancadas. En primer término, señala que a partir de información diaria que se recibe y que después se corrige con los datos efectivos que proporciona la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, las colocaciones de consumo mostraron en el mes de mayo una aceleración por segundo mes consecutivo. Explica, que el dato corregido, si bien muestra un cierto rebote, es bastante menor que el provisorio que se tenía en mayo. Asimismo, indica que el dato provisorio hasta el mes de junio muestra la existencia de una desaceleración adicional respecto del dato corregido de mayo, pero que el panorama podría cambiar cuando se reciban los datos efectivos. Destaca, que el otro aspecto interesante que se observa es el aumento que experimentaron las colocaciones para la vivienda en Unidades de Fomento en el primer trimestre, coherente con la importante alza que registraron las ventas de viviendas, pero que los datos en el margen muestran que hay un cierto retroceso en las colocaciones reajustables.

Al respecto, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que el ciclo en viviendas es confuso, porque el momento de la compra de una vivienda no coincide con el en que se documenta y con aquel en que el crédito queda registrado en la institución financiera. Luego, consulta acerca de cómo se explica una caída en el crédito que sigue a un período en que aumentó la suscripción de escrituras de mutuo hipotecarios, por lo que si esto calza con el ciclo tal como se conoce, o si se trata de una situación anómala.

El señor Claudio Soto responde que el Banco no cuenta con datos fidedignos acerca de la correlación entre los préstamos hipotecarios con las ventas de vivienda, señalando que en la Gerencia a su cargo se investiga la existencia de algún modelo al respecto. Agrega, que los datos que recién se han obtenido muestran cierta cautela, y que en cuanto a los permisos, éstos han tendido a retroceder algo en el margen.

En cuanto al tipo de cambio, el Gerente de Análisis Macroeconómico menciona que este se apreció de manera importante desde la última Reunión de Política Monetaria, pero que se ha depreciado en los últimos días. En términos reales, agrega, que éste se encuentra depreciado aproximadamente en un 15% más de lo que fue el punto mínimo alcanzado en el año 2008.

Sobre los indicadores bursátiles, indica que el IPSA ha caído levemente respecto del registro de la Reunión de Política Monetaria anterior, que este índice está más o menos en línea con los movimientos en otras bolsas en el mundo y bastante estable comparado con un promedio de las bolsas mundiales e indicadores de bolsas latinoamericanas.

En cuanto al dinero, el señor Claudio Soto señala que se aprecia una tasa ascendente en el crecimiento del M1, y que tal como se ha visto en otras ocasiones, las tasas de crecimiento del dinero menos líquido son siempre decrecientes en el tiempo.

Respecto de la Encuesta de Expectativas Económicas, el Gerente destaca que las proyecciones de crecimiento para el 2009 se ajustaron hasta -1,5% y que las expectativas también se corrigieron levemente a la baja para el año 2010.

El Gerente de Análisis Macroeconómico indica que en relación con las expectativas para la inflación, las compensaciones a un año se ajustan de manera importante a la baja; que las compensaciones forward *swap* han caído de manera importante respecto de la última RPM; y, que las compensaciones más largas, sobre todo las que se miden con los bonos, dadas las máximas que se tienen de *benchmark*, muestran bastante volatilidad y han tendido a aumentar respecto de la última Reunión de Política Monetaria. Añade, que de las encuestas efectuadas se desprende que las mesas de dinero están operando con inflaciones cercanas a 1% a un año y otras expectativas, también a doce meses, están en 2,1%.

El Presidente señor José De Gregorio afirma que los porcentajes mencionados corresponden al promedio, por lo que estima que la mediana es más baja, a lo cual el señor Claudio Soto confirma lo expuesto en cuanto a que se trata de los promedios. En general, acota, que las expectativas de inflación de esta fecha a un año son bajas y que en la Encuesta de Expectativas a dos años se sitúa en 3%.

Respecto de la Tasa de Política Monetaria, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que las encuestas de expectativas a julio arrojan una TPM más baja y que de la curva *forward* se puede inferir que las expectativas para esta se ubican en 0,5% para los próximos meses y en torno a 2% para mediados del año 2010, y destaca que cerca de 60 pb del aumento de la curva *forward* se explican por nuevos *benchmarks* nominales.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que con los nuevos *benchmarks* la curva ha sido mucho más elevada que la *forward* que se deriva como modelo, a lo cual el Gerente de División Estudios indica que ello es efectivo, pero que la dirección del diagnóstico es la misma, esto es, que si se hubiera aplanado la curva *forward*, se habría generado un problema. En opinión del señor Presidente, lo expresado significa que el mercado sigue más la proyección del Banco que hace algunos meses.

El Ministro de Hacienda pregunta acerca de los nuevos *benchmark* nominales. El Presidente señor José De Gregorio explica que primitivamente se construía dicho benchmark sobre la base de un bono a dos años que había que reemplazarlo, mientras que actualmente se utiliza un bono genérico basado en una canasta que se representa al plazo de dos años.

Para finalizar con la exposición del escenario interno, el señor Claudio Soto informa que para esta Reunión, la mayoría de los agentes encuestados estima que el Consejo acordará una disminución de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base y que la nueva Tasa se mantendrá por lo menos hasta el próximo mes de septiembre. Destaca, que de la Encuesta de Expectativas se obtiene que la Tasa de Política Monetaria se encuentra más baja

que hace un tiempo y que junto con ello, ha aumentado la dispersión entre las respuestas, lo que refleja una mayor incertidumbre respecto de la tasa a un año.

El Presidente señor José De Gregorio agradece la presentación efectuada por el Gerente de Análisis Macroeconómico y ofrece la palabra para comentarios.

En primer término, el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, consulta acerca de las razones por las cuales la Encuesta de Expectativas arroja una diferencia de 100 pb con respecto de la *forward* al final de la proyección, a lo cual el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, responde que se trata de una razón relacionada con la curva *forward*, ya que en razón del bajo nivel de la Tasa de Política Monetaria, se genera la incertidumbre respecto de que esa curva pueda ser esa o alguna mayor, por lo que existe una prima por riesgo que sesga los precios de los activos al alza.

El Consejero señor Manuel Marfán estima que mientras más lejos se encuentre la Tasa de Política Monetaria punta de la tasa neutral, la dispersión debería ser más amplia por razones obvias, por cuanto se generan dudas acerca del momento en que se inicia la trayectoria de recuperación en relación con la dirección contraria. Agrega que, al respecto, la consulta razonable consistiría en determinar cuál sería para el Banco la trayectoria ideal de las curvas *forward*.

El señor Pablo García señala que los datos expuestos corresponden a la proyección del último *IPoM* y que esta podría actualizarse con los datos coyunturales. Agrega, que el caso más extremo, suponiendo ningún cambio en el PIB potencial y un crecimiento para el 2009, entre -1,8 y -2%, el ejercicio muestra una tasa de 0,5% anual por dos años.

Para finalizar, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que antes de la presente Reunión se efectuó un ejercicio con el modelo para ver lo que sucedería con la Tasa de Política Monetaria para alcanzar a 3% anual si se sigue la regla de comportamiento y no tiene la cota inferior, y la Tasa de Política Monetaria nominal resultante correspondería entre -2% a -2,5%.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 141.

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 Gerente de División Estudios comienza con la exposición de las Opciones, recordando que en la última Reunión de Política Monetaria el Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria hasta 0,75% anual, y que asimismo señaló que sería necesario mantener el estímulo monetario por un tiempo más prolongado que el implícito en los precios de activos financieros.

El señor Pablo García entrega, a continuación, las principales noticias desde la última Reunión, mencionando, en primer término, que en el ámbito externo las perspectivas de crecimiento global han detenido su deterioro, pero que, sin embargo, los mercados financieros han moderado el tono más optimista que mostraban hace un mes frente a noticias coyunturales no tan auspiciosas. Congruente con esto último, agrega que los precios de los principales *commodities* han tendido a descender. A nivel local, indica que las noticias de actividad llevan a revisar a la baja las perspectivas de crecimiento para el segundo y tercer trimestres en una cifra

cercana a un punto porcentual, estimándose que esto se debe a una significativa desacumulación de existencias. Añade, que todavía se considera que el segundo semestre presentará tasas de expansión secuenciales positivas, gracias a antecedentes sectoriales de consumo, entre otros, pero que, sin embargo, dada la estimación de actividad para el segundo trimestre, se requiere un repunte significativo en el PIB, de entre 10 y 15% anualizado por todo el segundo semestre para alcanzar el rango de crecimiento presentado en el último *IPoM*.

La inflación de junio, prosigue, ha estado en torno a lo previsto en la última RPM, con algunas diferencias en tarifas y combustibles. Hace presente que en adelante, sin embargo, con niveles del tipo de cambio como los observados previo al cierre de la Minuta de Antecedentes, la proyección de inflación se corrige en torno a medio punto porcentual, y que las medidas de expectativas de inflación consideran perspectivas de variación interanual del IPC más reducidas hacia el segundo semestre de este año.

El Gerente de División Estudios sostiene que las condiciones financieras han continuado reflejando el mayor estímulo monetario y que las tasas de colocación comercial y de consumo han seguido descendiendo, mientras que las hipotecarias a plazos largos se han mantenido estables. Respecto de la última noticia, indica que luego de la última reunión y tras opiniones públicas vertidas por varios Consejeros, las distintas medidas de expectativas para la TPM se ajustaron a la baja, anticipando un nivel mínimo de 0,50% anual para los próximos meses. Agrega, que después de apreciarse hasta cerca de $530, el tipo de cambio ha tenido una depreciación hasta niveles de $545-$550, motivada por el cambio del tono en el entorno global y las señales de política.

El señor Pablo García continúa con su presentación, destacando que el antecedente central para esta Reunión es el panorama probable de inflación a mediano plazo que se puede deducir de las noticias coyunturales. Señala, que tanto las mayores holguras en lo más reciente como los registros reducidos de inflación y la apreciación cambiaria, sugieren una trayectoria de la inflación que, con la estrategia de política monetaria considerada en el *IPoM*, no garantiza la convergencia a 3% en el horizonte habitual. Por otra parte, plantea que la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria implícita en los precios de los activos financieros señalaría un nivel de inflación a dos años algo por debajo del piso del rango de tolerancia, lo que puede estar observándose de forma incipiente en las compensaciones inflacionarias y las expectativas privadas. Indica, que lo expuesto sugiere que el logro de la meta de inflación requiere de un impulso monetario mayor que el considerado en la última RPM.

En opinión de la Gerencia de División Estudios, la primera forma de imprimir un impulso monetario superior es, naturalmente, una mayor reducción de la Tasa de Política Monetaria, pero que, considerando las fricciones existentes en los mercados de liquidez locales, niveles de la Tasa de Política Monetaria muy reducidos pueden motivar un desplazamiento de los recursos administrados por los fondos mutuos monetarios hacia captaciones directas por parte de los bancos. Estos ajustes en la liquidez, explica, podrían introducir controversias y volatilidad, amortiguando el potencial efecto expansivo de rebajas más agresivas de la TPM. Agrega, que aunque el mercado monetario absorbió adecuadamente la reducción de 50pb en la reunión pasada, el llegar a un nivel mínimo menor de 50pb anual puede ser contraproducente, por lo que dicha consideración sugiere, por tanto, que las dos opciones a barajar dependen del nivel mínimo de la TPM en el que se desee finalizar el ciclo de rebajas actual, esto es, una reducción de 25pb para ubicarla en un nivel mínimo de 0,50%, o la mantención de ella si se considera que dicho nivel es de 0,75% anual.

El señor Pablo García menciona que, por otro lado, la pendiente de la curva de retorno sigue siendo mayor que la contemplada en el *IPoM* y, por cierto, superior que la que se deduce de las perspectivas inflacionarias dadas por las noticias coyunturales, las que se asemejan a escenarios de riesgo de menor inflación. Tal como aconteció en mayo y junio, sugiere que se puede señalar que la TPM se mantendrá en un nivel estimulativo por un tiempo más prolongado que el que tiene implícito el mercado como una estrategia para imprimir la mayor expansividad requerida, y que, al igual que el mes pasado, este mensaje puede ser comunicado de forma más potente si se señala, además, que el nivel al que llegará la TPM en la presente Reunión es el nivel mínimo.

El Gerente de División Estudios continúa su presentación sosteniendo que, sin embargo, la poca reacción de los precios de los activos financieros luego de la comunicación de la expansividad requerida para la política monetaria en el *IPoM* de mayo pasado y en la RPM de junio, sugiere que depender sólo de estrategias comunicacionales no es suficiente. Añade, que la trayectoria de la TPM implícita en los precios de los activos y en la Encuesta de Expectativas de junio indican aumentos de entre 200 y 300pb en el curso del año 2010, lo que no es congruente con la meta, dadas las perspectivas de inflación que se desprenden de una recuperación moderada de la actividad a partir del tercer trimestre del presente año.

El señor Pablo García plantea que la complementación vía acciones concretas de la comunicación de una instancia monetaria estimulativa por un tiempo prolongado, requiere un análisis cuidadoso del instrumental de política disponible por parte del Banco Central. Por lo pronto, indica que es difícil argumentar que la intermediación financiera o crediticia esté alterada de manera relevante y que, por tanto, se requiera de acciones de política similares a las emprendidas en diversas economías desarrolladas, tales como, compras de activos del sector privado. Al respecto, expresa que más coherente con la necesidad de aumentar el impulso monetario es actuar directamente en la validación de la estrategia escogida de política monetaria, la que busca mantener la TPM en su nivel mínimo por un tiempo prolongado.

Lo anterior, prosigue, se puede realizar mediante facilidades de liquidez a plazos mayores de un día, de manera de proveer toda la liquidez demandada por las entidades financieras mediante otorgamiento de garantías por parte de estas, a una tasa de interés objetivo. Sostiene, que el Banco Central también podría realizar operaciones de mercado abierto con sus propios pagarés descontables en pesos, de manera de apuntar a un nivel de tasa objetivo. Plantea, que dado el diagnóstico de política monetaria actual, el operar con este tipo de instrumental a plazos de hasta seis meses, considerando como tasa objetivo la TPM mínima que se decida en la Reunión, es coherente con el tramo corto de las expectativas privadas.

El señor García señala que atendido que a plazos más largos y durante el año 2010 las expectativas privadas consideran una pendiente mayor que la razonable en diversos escenarios del *IPOM*, así como también, en la visión actual sobre las perspectivas de holguras y de inflación de mediano plazo. Hace presente, que ello impide descartar a *priori* la implementación de dichas operaciones a plazos mayores que seis meses o su vigencia hasta bien avanzado el año 2010. Añade, que tampoco se pueden descartar ajustes en las emisiones de pagarés o bonos a plazo del Banco Central de entre un año y dos años, de manera de actuar con la política de emisiones y de deuda de forma coherente con la conducción de la política monetaria.

El Gerente de División Estudios indica que lo expuesto lleva a que las opciones a considerar en la ocasión tengan dos dimensiones complementarias: la primera, la decisión de si la TPM mínima es de 0,50 ó 0,75% y, por tanto, si en la Reunión se reduce o no la tasa en 25pb; y la segunda, la conveniencia de actuar con estrategias no convencionales de política monetaria para validar el diagnóstico de que es necesario mantener la TPM en su nivel mínimo por un tiempo prolongado.

Agrega, que en este segundo ámbito, es relevante la decisión del plazo y del tipo de operaciones a realizar. Desde el punto de vista de los plazos, indica que, mecánicamente, mientras mayores sean, más fuerte será la señal de que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo por un tiempo prolongado, reduciendo las primas por riesgo y, por tanto, también las tasas de captación del sistema. Desde el punto de vista de las operaciones escogidas, señala que ellas difieren en términos de la precisión de las señales de TPM que entregan, ya que las operaciones de liquidez a plazo dan la señal más precisa respecto del nivel de la TPM en adelante, mientras que el efecto en las tasas de interés de operaciones de mercado abierto con los pagarés de corto plazo está sujeto naturalmente a cierto grado de variabilidad. Por último, plantea que actuar sobre los montos de emisión de deuda entre uno y dos años otorga una señal de TPM más imprecisa hacia el futuro. Añade, que esta incertidumbre es aún mayor a plazos más prolongados, donde, en todo caso, se debe argumentar que es evidente que el nivel de las tasas de largo plazo está desviado de sus fundamentales.

Para finalizar, el Gerente de División Estudios manifiesta que, como es habitual, hay antecedentes comunicacionales o tácticos que se deben tomar en consideración. Indica, que el primero de ellos se refiere al nivel de la Tasa de Política Monetaria que se decida en esta reunión. Al respecto, hace presente que el mercado y los analistas han asentado sus expectativas de manera abrumadora por una reducción de 25pb, por lo que la mantención de la Tasa de Política Monetaria sería una sorpresa. En cuanto a medidas no convencionales, señala que en el mercado se ha producido cierta discusión sobre su pertinencia, aunque sin considerar operaciones de liquidez a plazo con tasa fija como se plantea en las Opciones. Sostiene, que en razón de esto último, el optar por alguna de las medidas no convencionales de provisión de liquidez planteadas, probablemente produzca un impacto en el mercado. De la misma forma, menciona que como existe la expectativa de medidas adicionales, remitir la decisión a solo una reducción de la Tasa de Política Monetaria podría ser interpretada como una señal de política monetaria menos estimulativa. Por último, plantea que si el objetivo central de la decisión de política monetaria que se adopte en la jornada es el de incidir de forma cierta en las percepciones en el mercado respecto de la Tasa de Política Monetaria en adelante, una métrica de su efectividad será si ciertamente se produce un cambio en estas percepciones.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta la necesidad de aclarar las Opciones, dado que en esta oportunidad no sólo se está decidiendo sobre la tasa de política monetaria, sino que se ha abierto también la opción de aplicar políticas monetarias no convencionales. Estas consistirían en aprobar una facilidad de liquidez a seis meses, que asegure que la tasa de interés sea la tasa de política monetaria que se decida, lo cual requeriría efectuar operaciones con PDBC para poder ajustar la liquidez a esos plazos, medida que también adecuaría el Plan de Deuda para toda la emisión a dos años o a plazos inferiores. En razón de ello, ofrece la palabra al Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán De Ramón, para que explique detalladamente lo que se va a decidir en esta Reunión.

El señor Beltrán De Ramón, refiriéndose al Proyecto de Acuerdo correspondiente, señala que respecto de implementar la facilidad de liquidez a las empresas bancarias a plazos de hasta seis meses, la Gerencia de División a su cargo propuso que esta

sea de 3 a 6 meses y que se ofrezca semanalmente a la última Tasa de Política Monetaria determinada por el Consejo hasta el término de la operación. Plantea, que para que ello tenga éxito y el Banco no sea objeto de arbitrajes, necesariamente se tienen que mantener las ofertas colaterales, básicamente de PDBC hasta seis meses, cuya tasa no puede ser superior que 0,50; 0,51 ó hasta 0,52%, como máximo, en caso que la tasa de instancia monetaria se rebaje a 0,5% anual.

El Gerente de División explica que para lograr lo anterior, el Consejo debería aprobar una ampliación del ajuste permitido a esta licitación hasta 50%. Asimismo, y con el objeto de evitar tener una curva quebrada, considerando lo poco profundo que es el mercado aún en las tasas nominales, también sugiere suspender el plan de deuda, esto es, los BCP-2 y los PDBC a un año, básicamente.

El Presidente concede la palabra al Gerente de Investigación Económica, señor Luis Felipe Céspedes, quien comienza su exposición señalando que así como fue discutido en la sesión de la mañana y tal como lo indica la Minuta de Opciones, es necesario imprimir un impulso monetario adicional al ya contemplado en el escenario central del *IPoM* de mayo, habida consideración de la acumulación de noticias en los últimos meses. Precisa, que un cálculo basado en una simple regla de Taylor, y consistente con lo expresado por el Gerente de Análisis Macroeconómico durante la mañana, indica que la TPM debiese ser negativa en el corto plazo para que la inflación converja a la meta de 3% en el horizonte de política monetaria.

Respecto del mínimo al cual podría llegar la TPM producto de la crisis financiera, plantea que, dado lo señalado en la Minuta de Opciones, no es difícil concluir que la vía de escape al problema de un límite inferior a la TPM, al menos inicialmente, sea incrementar el periodo de tiempo por el cual esta debiese mantenerse baja. En su opinión, si no se puede bajar la tasa en el corto plazo, habría que reducir la pendiente para lograr un estímulo macroeconómico equivalente. Agrega, que lamentablemente y tal como se ha observado en las últimas semanas, afectar la trayectoria de tasas esperadas por el mercado es complejo y difícil, dado que los problemas de consistencia dinámica se exacerban en este tipo de situaciones.

Lo anterior, manifiesta el señor Céspedes, puede redundar en una Tasa de Política Monetaria esperada mayor que la necesaria para volver la inflación al 3% en el horizonte de política. Hace presente, que más complejo aún es que conforme la estructura de tasas de mercado es mayor que la requerida, se exacerba la necesidad de mantener la TPM en un nivel muy bajo por períodos prolongados. Explica, que por cada vez que el mercado tiene una estructura de tasas superior a la que los modelos del Banco indican, se requiere aumentar el lapso de tiempo en el que se debiese mantener baja la Tasa de Política Monetaria, es decir, se puede entrar en un círculo vicioso. Al respecto, señala que una forma de reducir este problema es implementar mecanismos que le den credibilidad a la comunicación de una TPM que se mantendrá baja por un período, y que la alternativa de facilidades de liquidez discutida en la Minuta de Opciones emerge como un elemento clave en esta dirección. En su opinión, de no explicitarse un plazo en el cual esta facilidad estará disponible, se aumenta la probabilidad de que el mercado estime una mantención de TPM menor que la requerida para estimular a la economía. Informa, que antecedentes preliminares basados nuevamente en ejercicios en torno al escenario de riesgo del *IPoM*, muestran que los plazos a los cuales la TPM debiese mantenerse en niveles bajos exceden largamente los que podría comprometer el Banco en operaciones de liquidez, por lo que se requiere avanzar en otras dimensiones que apoyen este tipo de medidas, reafirmando que las señaladas en la Minuta de Opciones van en esa dirección.

El Gerente de Investigación Económica agrega que, dado el nivel de incertidumbre sobre el efecto de la estructura de tasas de los cursos de acción de política delineados en la Minuta de Opciones, parece razonable esperar y evaluar los efectos de la decisión de política monetaria que se adoptará antes de discutir potenciales alternativas. No obstante, señala que hay que tener muy presente que conforme la estructura de tasas se mantenga por sobre la requerida según las estimaciones disponibles en un esquema de facilidades de liquidez, el Banco tendría que comprometerse cada vez a plazos de mantención de TPM mayores o implementar acciones de política que, adoleciendo de un grado menor de inconsistencia dinámica, permitan incrementar el estímulo monetario en el corto plazo.

Como una nota al margen, el señor Céspedes menciona que la sola existencia de potenciales medidas adicionales es útil para evitar el problema de distribución de TPM futuras truncadas en el valor mínimo posible. Respecto a estas medidas adicionales, finaliza, la experiencia reciente de otras economías abiertas puede ser interesante de tener en cuenta.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán De Ramón.

El señor Beltrán De Ramón señala que, para efectos de hacer una recomendación sobre la determinación del estímulo monetario necesario, que sea coherente con una inflación proyectada en el horizonte de política en torno al 3%, hay que tener presente lo que indica la Minuta de Opciones de la Gerencia de Estudios, en cuanto a que en ella se informa un punto menos de perspectivas de crecimiento para el segundo y tercer trimestre, lo que, probablemente, determinará un decrecimiento mayor de la economía que lo contemplado en el rango más pesimista del *IPoM*. Al respecto, comenta que las cifras que se manejaban al comienzo de la jornada variaban entre -0,75% y una cercana a 2% negativo, lo cual altera las brechas de capacidad y, lógicamente, tiene efectos de menores niveles de inflación proyectada.

El Gerente de División Operaciones Financieras menciona que debe considerarse un segundo factor de la Minuta, que es que un tipo de cambio más apreciado y precios de combustibles más bajos harán que la inflación proyectada también caiga. Sostiene, que ambos fenómenos, además de ir en sentido contrario para asegurar la convergencia de la inflación al 3%, ponen en serios riesgos el cumplimiento de esa meta.

A juicio del señor De Ramón y también de varios economistas, la deflación es peor, ya que da una señal de postergación de demanda a la espera de precios más bajos, y más aún en este contexto en que la economía está deprimida.

A los dos factores indicados en la Minuta, el Gerente de División Operaciones Financieras agrega un hecho nuevo y relevante relacionado con el mercado del crédito, y que se refiere a que las tasas de colocación no han bajado en la magnitud de la reducción de la TPM en el horizonte de un año; por el contrario, destaca que algunas de ellas han subido en el margen en los últimos dos meses, junto con estancarse las tasas de crecimiento de las colocaciones de consumo, comerciales, hipotecarias y de comercio exterior, las que bordean el 0%. Agrega, que más sintomático es que las tasas de créditos comerciales de tres meses a un año, que se dice es el motor del sector industrial y comercial, hayan subido en los últimos registros mensuales.

Dado lo anterior, manifiesta concordar con la Gerencia de División Estudios en que es necesario aumentar el estímulo monetario, considerando que la proyección de la inflación y sus escenarios de riesgo y el escenario de riesgo de inflación versus deflación, son actualmente aún más asimétricos que en el mes anterior y cargados a la deflación que a la inflación.

En razón de lo expuesto, el Gerente de División Operaciones Financieras recomienda al Consejo que se adopten las siguientes decisiones: en primer lugar, bajar la TPM en 25 puntos, hasta 0,50% anual, y no más allá, por las fricciones ya comentadas. En segundo término, quitar el sesgo a la TPM, indicando que se encuentra en su nivel mínimo y que permanecerá así en un tiempo prolongado. Como tercera decisión, propone implementar una facilidad a las empresas bancarias a plazos de hasta seis meses a la TPM fija, correspondiente a la última determinada por el Consejo, de manera que la tasa de los PDBC se sitúe o en 0,50% ó 1 ó 2 puntos por sobre ese nivel. Para ello, el señor De Ramón recomienda también aprobar la ampliación del ajuste permitido a las subastas de PDBC de más menos 25% a más menos 50%, sin descartar tener que declarar desiertas algunas de ellas. Por último, considerando los riesgos de tener una curva quebrada, donde se tendría probablemente 0,50% hasta seis meses y de ahí en adelante, situación que con los precios actuales sería injustificado y además confuso de explicar al mercado, sugiere al Consejo que se suspenda la colocación de BCP-2, basado en lo poco profundo que es el mercado a plazos de 1 a 2 años, donde básicamente los bancos y los fondos mutuos sólo participan cuando se ofrecen tasas muy superiores a las que ellos estiman, en relación con su participación en el mercado nominal más corto en que las licitaciones a 30 y 90 días son muy cercanas a las proyecciones del Banco y por que además constituyen también una mejor alternativa que la establecida por la facilidad de liquidez de depósito, en que se restan 25 puntos base. Agrega, que ello contrasta con plazos mayores del mercado de deuda en que operan los inversionistas institucionales y que por ende, se trata de un mercado consolidado.

Para concluir, el Gerente de División Operaciones Financieras señala que ante la imposibilidad de seguir bajando la TPM a niveles negativos ó a 0%, en su opinión, es necesario llevar a cabo lo anteriormente expuesto para hacer converger la inflación a 3% en los próximos 24 meses.

El Presidente agradece la intervención del señor Beltrán De Ramón y concede la palabra al Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan.

En primer término, el señor Kevin Cowan manifiesta concordar con el análisis expuesto en la jornada de la mañana y con algunos de los antecedentes adicionales presentados por la Gerencia de División Estudios respecto de la necesidad de adoptar una tasa de instancia de política monetaria más expansiva. Agrega, que en ese sentido, concuerda también con los planteamientos acerca de la necesidad de impulsar hacia abajo la curva de retorno libre de riesgo dado por restricciones al nivel mínimo de la tasa de política *overnight* discutido en varias reuniones. Menciona, asimismo, que le parece razonable la propuesta planteada por la Gerencia de División Estudios sobre la aplicación de una combinación de políticas de provisión de liquidez y adecuaciones en la estructura plana de deuda a corto plazo y que se termine comunicando de manera convincente el compromiso del Consejo del Banco Central por mantener la tasa baja por un período prolongado.

Prosigue, enfatizando que la estrategia propuesta otorga márgenes de flexibilidad al Banco Central por la vía de las tasas a las que se reciben los depósitos como garantía para adecuar la provisión de liquidez conforme se avance y, por lo tanto, para minimizar o evitar efectos extremos o demasiado grandes sobre la estructura de depósitos a plazo que podrían traducirse en los problemas de la tasa mínima discutidos anteriormente.

En opinión del Gerente de División Política Financiera, dicha estructura, tal como está planteada, da ese margen para medir el impacto que ello va a tener sobre la estructura de depósitos a plazo y tiene los beneficios, además, de comprometer creíblemente al Banco Central en tasas bajas y, por lo tanto, de impactar la curva libre de riesgos, que corresponde a aquélla que el Banco debe mantener baja.

El Presidente, luego de agradecer la presentación efectuada por el señor Kevin Cowan, cede la palabra a Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco.

El señor Andrés Velasco comienza su intervención haciendo referencia a los tiempos de dificultad que enfrenta el país y destacando que la principal noticia que ha entregado el excelente análisis del *staff* del Banco es que el impacto de la crisis global en la economía chilena ha sido mayor de lo que se estimaba hace apenas un mes.

Las actualizaciones del escenario de crecimiento, sostiene, llevan ahora a pensar que la parte inferior del rango del *IPoM* de mayo de 2009 podría ser en la actualidad un escenario optimista. En su opinión, ello se debe, en buena medida, a que el alto grado de apertura de Chile, tanto en lo financiero como en lo comercial, hace que los *shocks* externos tengan potentes efectos en nuestra economía. La evidencia más clara de esto, indica, es la caída de casi 40% en el valor de las exportaciones, la que no tiene precedentes en la historia moderna de Chile. Concluye su introducción, mencionando que es preferible no imaginar donde estaría la economía chilena si no hubiese sido por la pronta y enérgica reacción, tanto de la política monetaria como de la política fiscal.

En lo medular, el señor Velasco destaca cuatro puntos respecto de la situación actual y para efectos de la decisión de política. En primer término, señala que el crecimiento que se desprende de los tres primeros trimestres del año lleva a estimar una brecha del PIB que se ha abierto en al menos 5%. El PIB está cayendo, según los datos contemporáneos, a una velocidad de 5% anualizada y la demanda interna se reduce hoy con más fuerza aún, a lo cual se suman las fuertes presiones deflacionarias, todo lo cual tiene consecuencias muy preocupantes para el empleo.

En segundo lugar, el Ministro de Hacienda plantea que el tipo de cambio se ha apreciado considerablemente desde principios de año, a pesar del mencionado *shock* adverso alrededor de las exportaciones. Agrega, que si bien el tipo de cambio real usado incluyendo IPC no parece estar muy desviado de los promedios históricos, ello no necesariamente debe tranquilizarnos, ya que si se mide el tipo de cambio real con otras variables, ya sea en el numerador o en el denominador, la historia podría ser bastante menos benigna. Sostiene que a lo anterior hay que agregar que parte de la apreciación real se ha atribuido a una política fiscal más expansiva, pero que, a su juicio, este raciocinio debe ser manejado con mucho cuidado, porque si el parámetro de comparación es el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo, este no se ve afectado por las variaciones coyunturales de la política fiscal, sino solo por las perspectivas de largo plazo de la política fiscal, materia en la cual Chile tiene una posición sólida en extremo.

El señor Andrés Velasco hace presente que el esquema de tipo de cambio flexible se basa en el rol estabilizador que debe jugar este precio, y que un tipo de cambio real elevado en la situación actual tiene efectos sobre la demanda por exportaciones y también en cuanto a la actividad de los sustituidores de importaciones, además del nivel de precios, asunto de importancia en la actual coyuntura. Al respecto, estima que el peso, en sus niveles actuales, tiene espacio para ser más competitivo, situación que puede ser conveniente, incluso necesaria, tanto desde el punto de vista de la actividad como de la inflación.

El tercer aspecto a que se refiere el Ministro de Hacienda dice relación con las tasas de interés de mediano y largo plazo, las que, en su opinión, no se encuentran hoy en un nivel todo lo expansivo que la situación requiere. Sobre el particular, reconoce que si bien es cierto que la acción oportuna y enérgica de la política monetaria logró reducir las tasas de interés respecto de los altos niveles que mostraban a fines del 2008, las tasas también se han resistido a ubicarse por debajo de los niveles que mostraban previo al inicio de la crisis. Hace ver que los niveles actuales de los BCU-5 y BCU-10, así como las tasas reales de mercado, se sitúan en niveles similares a los de un año atrás, excepto que en esa misma época la TPM era 500 puntos base más alta y la inflación estaba casi en 10% anual. Es más, agrega, que en el último mes la tasa del BCP-2, que se menciona en la Minuta de Antecedentes, aumentó 63 puntos base. Señala, que este diagnóstico se extiende también para la mayoría de las tasas de mercado y que a ello hay que sumarle un mercado del crédito muy frío, especialmente, si se considera sólo la extensión de crédito por parte de los bancos privados, ya que en meses recientes el Banco del Estado ha sido por lejos el más dinámico. En pocas palabras, resume que la Tasa de Política Monetaria, por razones que se discutieron *in extenso* durante la jornada de la mañana, no ha sido siempre traspasada al mercado de modo coherente con la expansividad monetaria que la política desea imprimir.

Como cuarto punto y final, el señor Velasco menciona que las expectativas de mercado continúan deteriorándose y que de hecho la última Encuesta de Expectativas corrigió el crecimiento a la baja de 1 a 1,5%, y que el crecimiento esperado para los años 2010 y 2011, en contraste con lo que pasa con el resto del mundo y con las expectativas de crecimiento en el resto del mundo informadas en el WEO del día anterior, también se corrigió a la baja. Agrega, que más preocupante aún es que la compensación inflacionaria de aquí a uno o dos años se reduce a 2,1%.

El Ministro de Hacienda recalca que los puntos a que hizo referencia, esto es, la brecha de producto, el desempleo asociado, la apreciación del tipo de cambio, las tasas de interés, que se han resistido a continuar bajando, y el deterioro de las expectativas, hacen peligrar las perspectivas de una pronta recuperación de la economía. Plantea, que una consecuencia directa de ello es que, tal como lo señala la Minuta de Opciones, peligra el objetivo operacional del Banco Central de Chile, esto es, que la inflación se ubique en el 3% en un rango de 24 meses. A su juicio, este es un hecho excepcionalmente preocupante, porque desde agosto de 2007, con la sola excepción del mes de mayo reciente, la inflación ha estado fuera del rango de tolerancia, y porque a ello se agregan varios meses más en que la inflación estará en el futuro por debajo del 2% e, incluso, será negativa en algunos meses. Anticipa, que en el mes de diciembre, que corresponde a un mes particularmente sensible en materia comunicacional, la inflación en 12 meses será negativa por primera vez en varias décadas, acaso en la historia moderna de Chile, y ninguno de los presentes quiere que esto dé argumentos a quienes pretenden cuestionar la autonomía del Banco Central de Chile. En lo personal, afirma, que está fuertemente comprometido con el marco existente de políticas macroeconómicas y por eso le resulta indispensable no escatimar esfuerzos para preservar la credibilidad y legitimidad de lo que hace el Banco Central autónomo.

El Ministro indica que hasta ahora el Banco Central ha hecho uso de sus herramientas habituales de política monetaria, es decir, reducir la Tasa de Política Monetaria, y declara coincidir con la Gerencia de División Estudios en que es el momento de utilizar todo el instrumental disponible con el objetivo de aplanar significativamente la curva de tasas, anclar las expectativas y provocar, ojala, una depreciación del tipo de cambio y un estímulo adicional a la demanda interna. Es por ello que, en primer término, estima fundamental que la Tasa de Política Monetaria se reduzca a su mínimo posible y que el Comunicado transmita de la manera más enfática y explícita, que este nivel de tasas se mantendrá durante un tiempo prolongado. Como segundo punto, el señor Andrés Velasco considera necesario actuar sin vacilar para aplanar la estructura de tasas, ya que actualmente no es todo lo expansiva que la situación requiere. También le parece necesario que se adopten medidas de relajamiento cuantitativo, idealmente en la porción más larga posible de la curva y no solo en la parte corta, y, finalmente, así como se puede actuar inyectando liquidez a plazos mayores y comprando instrumentos de renta fija, ya sea en UF o en pesos, manifiesta no ver razones para descartar operaciones en moneda extranjera que puedan o no ser totalmente esterilizadas, lo cual constituiría otra faceta potencial del relajamiento cuantitativo que permitiría, además, llevar al tipo de cambio hacia un valor más coherente con la actual coyuntura de baja inflación. Antes de finalizar, menciona haber sido informado que el Consejo está considerando incrementar el costo de obtener liquidez en dólares de parte del Banco Central de Chile, materia que, en su opinión, resulta absolutamente indispensable en la actual coyuntura, habida consideración que las facilidades de liquidez en dólares que se pusieron en marcha seis meses atrás obviamente obedecieron a una situación total y completamente distinta a la actual.

Para resumir, el Ministro de Hacienda estima que, de acuerdo con las opciones que plantea la Minuta, resulta indispensable reducir la TPM; actuar decisivamente para aplanar las tasas en un horizonte lo más largo posible; y, al mismo tiempo, continuar activamente considerando una amplia gama de instrumentos para llevar a cabo une relajamiento cuantitativo, sin descartar, de modo alguno, las operaciones en moneda extranjera.

El Presidente, señor José De Gregorio, antes de dar paso a la votación, aclara que para efectos de la discusión, el resumen que hizo de las propuestas que se están contemplando son precisamente el resultado de una discusión profunda sostenida durante la última semana sobre las distintas modalidades de política monetaria no convencionales o instrumentos más allá de la tasa de política monetaria. Informa que se ha concluido que, dadas las condiciones y las perspectivas actuales, como asimismo, la necesidad de ir regulando el impulso monetario que se va dando coherente con la meta de inflación y con la tranquilidad que además otorgan las políticas del Banco, se ha estimado que este es el ámbito más adecuado para ser discutido en la Reunión. Agrega, que se han analizado varias otras alternativas existentes, las que se han descartado, por ahora.

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, señala que las últimas cifras internas confirman la debilidad de la actividad, la que se mantuvo estable respecto del mes anterior, y muestran, en promedio, una actividad en el trimestre por debajo de lo proyectado. Aún así, expresa que los datos sugieren una recuperación a partir del próximo trimestre, aunque la velocidad de la recuperación tiene todavía una alta dispersión.

En el plano externo, el señor Claro indica que las perspectivas de recuperación se mantienen, aunque en las últimas semanas se han reducido las señales de una rápida vuelta al crecimiento. Agrega que con persistentes dudas sobre la salud del sistema financiero, las expectativas de recuperación están basadas, en parte, en la demanda de países asiáticos como China, y que la evolución de los precios de los *commodities* apoya esta visión. En el caso de China, plantea ciertas dudas respecto de la mantención del crecimiento de su demanda interna, dado que el impulso fiscal no es sostenible al igual que el impulso monetario, con políticas de expansión del crédito nunca antes vistas y con un sistema financiero sin la profundidad necesaria para intermediar ahorros domésticos o ahorros externos. Complementa dicha afirmación, señalando que resulta difícil pensar que la demanda mundial se vuelva dinámica sin una recuperación sostenible en Estados Unidos, Europa y Japón.

El Consejero señor Sebastián Claro hace presente que todo lo anterior contribuye a perspectivas de mediano plazo para la inflación acotadas, que las expectativas de mercado para un plazo de dos años fluctúen en torno al 1,5 ó 2% para los papeles, aunque de acuerdo con la Encuesta de Expectativas estas se ubican en 3%. Agrega, que la fuerza que contribuye a una menor inflación en el mediano plazo es principalmente el exceso de capacidad que se ha generado y que, dados los datos de los últimos meses, la menor actividad sugiere un espacio significativo para menores presiones de inflación.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, los mecanismos de financiamiento del déficit fiscal no tienen un impacto relevante sobre la inflación en el mediano plazo. Plantea que tampoco se debiera esperar un efecto importante en la inflación si la apreciación cambiaria en el mediano plazo resultara de una mayor inflación externa en los próximos años, ya que las presiones en el mediano plazo a la apreciación real son las que sí podrían afectar la inflación de manera sostenible. Añade que el tipo de cambio real se encuentra actualmente en niveles que razonablemente pueden ser calificados como de equilibrio, dados los precios de las materias primas y las condiciones macroeconómicas.

Ponderando los efectos anteriores, el señor Sebastián Claro estima que se justifica mantener la tasa de interés de política monetaria en niveles bajos y que se debe señalar que estos niveles se esperan bajos por un tiempo prolongado. Indica, que la trayectoria de tasas del mercado se ha ido corrigiendo en las últimas semanas hacia menores tasas, especialmente, en el segmento largo de la curva en UF, que las tasas de interés en pesos y en UF a plazos mayores de dos años se encuentran en niveles razonables, y que resulta difícil argumentar que se encuentran desviadas de niveles coherentes con la evolución esperada de la economía y las tasas internacionales. A su juicio, las tasas en UF a 5 y 10 años, de 2,3 y 2,8%, respectivamente, son bajas, y que las tasas nominales a 5 y 10 años, de 4,5 y 5,8%, respectivamente, también lo son. En consecuencia, el Consejero plantea tener dudas sobre las estrategias que apunten a afectar las tasas largas, considerando, además, las interrogantes respecto de su efectividad. Por lo demás, señala que los escenarios de riesgo analizados no consideran una corrección en la tasa de crecimiento del producto potencial de la economía, ya que en la medida que se ajuste a la baja, por ejemplo, de entre 0,5 y 1 punto porcentual por 2 ó 3 años, se deshace a mediano plazo parte de la brecha que justificaría la mantención de tasas muy bajas por un tiempo prolongado. Manifiesta, que dado el sesgo en las estimaciones de las brechas y los niveles de las tasas largas, se inclina por la prudencia en la evaluación de la trayectoria de tasas del mercado e internas a largo plazo.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que sí se observa, en cambio, cierta tensión en el mercado monetario de mediano plazo, especialmente, en el segmento 180 días a 2 años, donde podría argumentarse que las tasas libres de riesgo están altas en comparación con la trayectoria de tasas que se podría esperar en los próximos trimestres. Indica, que la evaluación de esta distancia es siempre compleja, pero que en el tramo mencionado y por un período acotado se justifica entregar facilidades de liquidez adicionales que contribuyan a ajustar las tasas del mercado monetario, especialmente, porque todas las estimaciones y expectativas sugieren tasas bajas por varios meses.

En relación con el cuánto y cómo, el Consejero señor Claro expresa estar de acuerdo con las medidas que se plantean, en orden a ofrecer repos a 90 y 180 días a la Tasa de Política Monetaria y, al mismo tiempo, conceder facilidades para el manejo de la liquidez por parte de la Gerencia de División Operaciones Financieras. En su opinión, la extensión del período de existencia de estos repos depende de dos elementos: en primer término, de la estimación del Consejo acerca de la trayectoria de tasas a corto plazo consistente con la meta de inflación y, en segundo lugar, también del grado de incertidumbre acerca de la proyección de inflación. Considera, que en este momento se justifica una acción decidida sobre las tasas a más de un día, pero no valida una intervención a plazos largos dada la incertidumbre mencionada. Indica, que el esquema tradicional de política deja esas tasas a la determinación del mercado, exactamente por las naturales dudas sobre las perspectivas macro. A su juicio, la duración de este esquema debe ser tan larga como se estime necesaria y su éxito radica en el compromiso implícito adquirido por el Banco, pero debe retomarse el esquema tradicional cuando decante la incertidumbre acerca de la actividad, los precios de los activos financieros y la inflación proyectada.

Respecto del nivel mínimo de la tasas, el Consejero señor Sebastián Claro señala que los argumentos entregados por la Gerencia de División Política Financiera sugieren que existen riesgos acotados en una tasa de 50 pb, en especial, porque históricamente y así por lo demás lo confirma la evidencia internacional, los *spreads prime-swap* se ubican en niveles cercanos a los 50 pb, lo que permitiría una ajuste razonable en el mercado monetario. Al respecto, agrega que si bien tiene algunas dudas sobre la mantención de este *spread* en un contexto donde se ofrece un repo a plazos largos con depósitos a plazo como colateral, el mercado ya tiene internalizada una baja como esta, por lo que no debiese ser un problema. Asimismo, menciona que existen mecanismos para evitar una compresión excesiva en el *spread prime-swap*, en caso que ello se transforme en un problema.

En razón de lo expuesto, el Consejero señor Sebastián Claro vota por bajar la TPM a 50 pb y por implementar repos a 90 y 180 días. Respecto de estos últimos, estima que el comunicado debiera señalar que estas facilidades permanecerán todo el tiempo que se considere necesario y que su mantención será evaluada mensualmente por el Consejo. También, cree importante comunicar una pausa en la política monetaria a la espera de evaluar su impacto, dados los naturales rezagos e incertidumbres con que opera.

El Consejero señor Enrique Marshall comienza su intervención, agradeciendo, como de costumbre, al *staff* por el apoyo brindado.

El señor Enrique Marshall, en primer término, se refiere a los signos mixtos que han tenido las noticias del último mes. Indica, que el escenario externo, no obstante su debilidad y sus altos riesgos, ha seguido entregando señales positivas, ya que los mercados financieros continúan funcionando con mayor normalidad; las expectativas de los agentes económicos

muestran mejoras; las cifras de producción industrial son bastante alentadoras; y, se reafirman las perspectivas de crecimiento para el próximo año.

Sin embargo, señala que se ha moderado, el entusiasmo que se generó en meses recién pasados y que ello ha tenido efectos en los mercados accionarios y en los precios de las materias primas.

En el frente interno, plantea que la economía se ha mostrado bastante más débil de lo previsto con antelación y que el sistema financiero, aun cuando sigue exhibiendo fortalezas, mantiene una percepción de riesgo alto y generalizado. Por ello, afirma que la oferta de crédito se mantiene selectiva o restrictiva, mientras que la demanda se ve bastante contenida.

El Consejero señor Enrique Marshall hace presente que el traspaso de la rebaja de la TPM se ha producido en medida importante, pero que las tasas que se ofrecen a los clientes continúan siendo altas y, por tanto, no están ejerciendo todo el estímulo requerido en estas circunstancias. Al respecto, agrega que las tasas del mercado monetario han bajado, pero siguen mostrando diferencias de nivel respecto de la TPM superiores a las habituales, y que las tasas largas han experimentado ajustes más bien acotados.

En cuanto a las cifras de actividad del último mes, el Consejero señor Enrique Marshall menciona que estas estuvieron por debajo de lo previsto, con lo cual se ha reafirmado la visión de un segundo trimestre bastante débil y de un cuadro con brechas más amplias que las proyectadas con antelación, lo que implica algún grado de alejamiento respecto del escenario descrito en el último *IPoM*.

Prosigue, señalando que las perspectivas de una recuperación en el segundo semestre siguen suficientemente sustentadas y que las políticas fiscal y monetaria están haciendo su trabajo. Añade, que aun cuando las expectativas de empresas y hogares han tendido a mejorar y que ello debería ejercer un impacto sobre la demanda, han aumentado los riesgos de una trayectoria por debajo de lo anticipado.

El tipo de cambio, expresa, si bien ha tenido fluctuaciones en lo más reciente, parece afectado por fuerzas más bien apreciativas. Indica, que ello significa que no está contribuyendo al ajuste de la economía, como lo hizo en circunstancias similares en el pasado, y que su evolución ha tendido a aumentar el riesgo de que la inflación permanezca en niveles muy bajos.

En relación con el mercado laboral, el Consejero señor Enrique Marshall plantea que este está reflejando la evolución de la actividad real con los rezagos habituales y que consistente con ello, las remuneraciones muestran tasas de variación acotadas y decrecientes. Sostiene, que sin embargo el ajuste de las remuneraciones, propio de esta fase del ciclo, se está materializando con lentitud por el bajo nivel de la inflación y que ello se tornará más complejo si se llega a enfrentar registros anuales negativos en el segundo semestre. Advierte, que el aumento del desempleo conlleva riesgos para el escenario macro, que deben ser seguidos con atención, como es el caso de la recuperación del consumo que se encuentre por debajo de lo esperado y el impacto sobre la cartera de los bancos y sus políticas de otorgamiento de crédito, especialmente en el segmento de los hogares.

El Consejero señor Enrique Marshall menciona que la inflación anual ha seguido cayendo, situándose, tal como se había previsto, en el rango de tolerancia de la meta solo por un mes, lo que indica que permanecerá en niveles bastante bajos en los próximos meses. Sobre la trayectoria de la inflación, hace presente que más allá del corto plazo existe bastante incertidumbre y visiones un tanto distintas, y que, con todo, ha aumentado el riesgo de que la inflación se quede bajo ese rango durante un tiempo prolongado. Enfatiza, que este es, en su opinión, uno de los principales riesgos.

Prosiguiendo con su exposición, señala que la TPM se ubica ya en un nivel próximo a su límite inferior y que, sin embargo, el cuadro macro descrito, sobre todo por los riesgos asociados, requiere que la política monetaria despliegue todos los esfuerzos posibles.

En este contexto, en su opinión, una acción recomendable es llevar la TPM al límite inferior compatible con el buen manejo de la política monetaria y el normal funcionamiento de los mercados de corto plazo. Agrega, que si bien no es posible precisar la exacta ubicación de dicho límite, este parece estar más cerca de 0,5% que de 0,75% anual, lo que abre la posibilidad de reducir la TPM en 25 puntos base, en línea con lo esperado por el mercado. Para imprimirle mayor fuerza, estima que esta decisión debería ir acompañada de un mensaje en el sentido que la TPM ha llegado a su nivel más bajo posible y que permanecerá allí por un tiempo prolongado.

El Consejero señor Enrique Marshall expresa coincidir con la Minuta de Opciones, en el sentido de que se deberían considerar acciones complementarias que refuercen los efectos monetarios perseguidos. En ese sentido, manifiesta que el abanico de opciones parece bastante amplio y que, en principio, no descartaría ninguna de ellas, pero que, sin embargo, dadas las presentes circunstancias, su preferencia es por adoptar acciones orientadas a afectar las tasas de interés libres de riesgo en el tramo más corto de la curva. En esa perspectiva, le parece muy adecuada la propuesta de abrir una facilidad de financiamiento a plazo para los bancos, mediante la modalidad de repos, que contribuya a fijar un nivel de tasa similar o próxima a la TPM para todo el período comprendido. Asimismo, le parece razonable un plazo de hasta 180 días, pero no descartaría extenderlo si fuese necesario. Agrega, que si se asegura la vigencia de esta facilidad por un cierto período, ello por sí solo extiende sus efectos en el tiempo, además de considerar que una acción de este tipo generaría certidumbre sobre la trayectoria de la TPM y contribuiría a disipar los riesgos de liquidez y financiamiento que pueden estar afectando a las tasas de interés del mercado monetario y, en particular, a las tasas de captación de los bancos.

El Consejero señor Enrique Marshall hace presente que como esta facilidad operaría mediante repos, resulta importante prestar debida atención a la lista de instrumentos que se definan como elegibles, teniendo en cuenta consideraciones tanto de calidad o riesgo como de disponibilidad por parte de los bancos. Reconoce que con ello la política monetaria entra en un terreno complejo, respecto del cual el conocimiento y la experiencia no son abundantes, pero que el cuadro macro actual justifica plenamente asumir los desafíos y riesgos que todo esto conlleva.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall vota por bajar la TPM en 25 puntos base, para dejarla en 0,50% anual, y junto con ello manifiesta su aprobación a la idea de comunicar la permanencia de la TPM en dicho nivel por tiempo prolongado y a la propuesta de una facilidad de liquidez a plazo en los términos expresados y con los ajustes normativos propuestos por la Gerencia de División de Operaciones Financieras.

A continuación, el Consejero señor Manuel Marfán agradece, en primer lugar, el análisis del *staffy*, especialmente, la información que se proporcionó acerca de los inventarios, de la relación entre la variación de estos y la producción industrial, como también, de la actualización de la estimación del crecimiento del PIB para el segundo trimestre de este año y la proyección para el tercero. Además, señala que hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la anterior Reunión de Política Monetaria, contenido en el párrafo dos de la Minuta de Opciones.

Respecto de los antecedentes referidos, el Consejero señor Manuel Marfán formula los siguientes comentarios: en primer lugar, que las caídas en la demanda interna asociadas a reducción de inventarios son de corto plazo, y que lo normal y natural al respecto es que se produzca un rebote en las ventas, lo que no necesariamente debe interpretarse como el inicio de una reactivación duradera. A su juicio, eso es lo que, en gran parte, se aprecia en el reciente repunte de los datos mensuales de comercio mundial y de actividad industrial de las principales economías, especialmente de Asia. Agrega, que en el plano nacional, en tanto, la fuerza y efectos de la caída de inventarios aún se mantienen.

En segundo lugar, el Consejero señor Marfán menciona que las nuevas estimaciones de producción de corto plazo y de la actividad permiten concluir que el crecimiento de este año se ubicará por debajo del rango señalado en el último *IPoM*, por lo que el escenario central que allí se definió quedó atrás. Es por ello, que estima debieran ser revisadas también las proyecciones de los analistas para el año 2009, contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas. Al respecto, añade que aunque no se cuenta con una nueva proyección completa para el horizonte de política, ese menor crecimiento para el año 2009 apunta a menores fuerzas inflacionarias en adelante.

Como tercer comentario, el Consejero señor Manuel Marfán indica que las tasas de interés promedio del sistema han continuado reflejando el mayor estímulo monetario, y que en momentos de mayor incertidumbre, como el actual, también es importante conocer la dispersión de las tasas de interés, pues algunos agentes relevantes pueden enfrentar tasas más elevadas y condiciones más restrictivas en el mercado crediticio. Si esto fuera así, la potencia del estímulo monetario sería menor.

En cuarto lugar, el Consejero señor Manuel Marfán se refiere a las paridades mundiales, destacando que estas siguen reflejando fuertes desalineamientos. En su opinión, el dólar de los Estados Unidos debiera decrecer significativamente a escala mundial, lo que está lejos de ocurrir, y que la moneda china debiera apreciarse fuertemente, lo que también está lejos de ocurrir. Los desequilibrios globales, por lo tanto, siguen latentes, lo que mantiene el riesgo de un empeoramiento de la economía mundial. En lo referente al peso, menciona que se ha apreciado respecto del dólar, llegando a niveles cercanos al mínimo de un rango que se considera consistente con los fundamentos de largo plazo de la economía chilena, pero que, con todo, es complejo analizar el nivel de equilibrio del peso cuando la moneda de referencia se encuentra desequilibrada.

Para finalizar con los comentarios respecto de los antecedentes, el Consejero señor Manuel Marfán recuerda que en reuniones de trabajo anteriores el Consejo recibió información que apunta a que la tasa de política monetaria mínima técnicamente, esto es, la que no provoca turbulencias en los depósitos bancarios, es del orden de 0,5% anual, lo que ubica ese nivel dentro de las posibilidades para la decisión de la reunión en curso.

El Consejero señor Manuel Marfán prosigue con su análisis, señalando que el dilema de política monetaria que se enfrenta es singular y que para llevar la inflación a 3% en el horizonte de política se requiere un estímulo monetario significativamente superior al actual. En su opinión, en condiciones normales la decisión debiera ser reducir fuertemente la tasa de política monetaria e incluir un claro sesgo a la baja en el Comunicado, pero que técnicamente no se puede actuar de esa manera en la actual coyuntura, ya que la TPM está a solo 25 puntos base del mínimo técnico o de seguridad, y ese es el máximo avance que se puede dar en la presente oportunidad. Agrega, que si así fuera, como es su voto al respecto, resulta arriesgado y por lo tanto, inconveniente incluir un sesgo a la baja que no debería haber, y que una alternativa es dar cuenta que la política monetaria seguirá siendo fuertemente expansiva durante un periodo largo.

El Consejero señor Manuel Marfán hace mención a la última Encuesta de Expectativas Económicas, la que muestra que la opinión de los analistas es que la Tasa de Política Monetaria debiera reducirse a 50 puntos base en esta ocasión y mantenerse en ese nivel por lo menos hasta fin de año, conclusión que también se infiere de la encuesta a los operadores de mesas de dinero que informó la Gerencia de División Operaciones Financieras.

Continúa, expresando que los precios de los activos muestran, sin embargo, una curva *forward* para la tasa de política monetaria más elevada que lo señalado y que lo conveniente. A su juicio, es probable que ello refleje más bien primas de riesgo frente a escenarios alternativos, ya que cuando la citada tasa se encuentra en su nivel mínimo la dispersión se produce en un solo sentido. Agrega, que se trata, como ya lo había indicado, de un conjunto de elementos que describen una situación singular, y es por ello que estima acertada la recomendación de la Gerencia de División Estudios de incursionar en políticas no convencionales, como lo están haciendo los principales bancos centrales del mundo y, en particular, de intervenir en el mercado, eligiendo algún punto de la *forward* para aplanarla al nivel de la TPM que se decida en la presente Reunión, tal como ha sido propuesto.

Acerca de las decisiones que corresponde adoptar al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán señala que su voto es el siguiente: en primer término, reducir la tasa de política monetaria a su nivel mínimo de 50 puntos base; en segundo lugar, intervenir el mercado financiero de manera explícita, en un horizonte de hasta 180 días, ya que se trata de un período para el que tanto la Encuesta de Expectativas Económicas y la de los operadores de mesas de dinero reflejan que la tasa debiera mantenerse en 50 puntos base, habida consideración también de que el efecto buscado es el de que los precios financieros reflejen las expectativas de los agentes mejor informados. Como tercera medida, propone que los instrumentos a utilizar sean los dos que contempla la Minuta de Opciones, es decir, otorgar una facilidad de liquidez y efectuar operaciones de mercado abierto con PDBC a iguales plazo y tasa de interés, agregando, al respecto, que las medidas financieras complementarias que señalara el Gerente de División Operaciones Financieras también forman parte integrante de su voto. A su juicio, los detalles técnicos menores debieran ser delegados al Presidente del Banco. Como cuarto elemento de su voto, el Consejero señor Manuel Marfán se inclina porque el Comunicado sea claro y explicativo respecto de la decisión que se adopte en la Reunión, especificando, que para ello es necesario que esa comunicación explique y fundamente técnicamente el ingrediente macro de la política no convencional que se adopte, en caso que ella sea la que resulte de la votación mayoritaria. En su opinión, sería altamente inconveniente postergar para el día siguiente una explicación clara al respecto, sin perjuicio de que se realice una eventual conferencia de prensa en la mañana siguiente para aportar más detalles y aclarar eventuales dudas. Para finalizar, sugiere que dado que la práctica del Consejo es hacer Comunicados de

política breves, quizás debiera redactarse un segundo Comunicado para ser dado a conocer una vez finalizada esta Reunión.

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, señala que en los últimos 30 días se han producido importantes desarrollos para la conducción de la política monetaria, tanto internos como externos, que han reducido las presiones inflacionarias que enfrenta la economía chilena.

En el plano externo, indica que si bien mejoran las perspectivas de crecimiento para el año 2010, se ha moderado el tono de optimismo que envolvió a los mercados en los últimos meses y que, como resultado de ello, los mercados accionarios han experimentado correcciones a la baja, en tanto, que los premios soberanos y corporativos han experimentado correcciones al alza. También, comenta que los precios de los *commodities* han revertido parte del aumento que observaron desde comienzos de año.

En suma, el Consejero señor Jorge Desormeaux manifiesta que, si bien han mejorado las perspectivas de la economía mundial para el año 2010, la evidencia sugiere que esta recuperación será lenta, debido a las vulnerabilidades que arrastra el sistema financiero del mundo desarrollado, a la necesidad de los hogares de reducir sus niveles de endeudamiento y también a las exigencias de consolidación fiscal que deberán enfrentar los respectivos gobiernos.

En el plano interno, el señor Vicepresidente menciona que la actividad ha demostrado tasas de crecimiento por debajo de lo previsto en el escenario base del *Informe de Política Monetaria* de mayo, y hace presente que, de acuerdo con estimaciones de la Gerencia de División Estudios, las perspectivas de crecimiento para el segundo y tercer trimestre de este año se han reducido en torno a un punto porcentual, siendo una significativa desacumulación de existencias la principal explicación de este resultado. Indica, en tanto, que los componentes más permanentes de la demanda agregada, el consumo y la inversión en capital fijo, dan muestras de estabilidad e insinúan un quiebre de tendencia, lo que se observa en una serie de indicadores parciales, como las ventas minoristas, las ventas de automóviles nuevos, los despachos de cemento y las importaciones. Indica, que en cuanto al mercado laboral, este muestra una moderación de la caída en la ocupación en el margen.

Prosiguiendo con su exposición, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que, si bien la inflación de junio estuvo en torno a lo previsto por la Gerencia de División de Estudios en la RPM de junio, las perspectivas de la inflación futura han experimentado una importante corrección, debido a las mayores holguras de capacidad que se han generado, así como la apreciación reciente del tipo de cambio. En opinión del señor Vicepresidente, de ello se desprende que la estrategia de política monetaria elaborada en el *Informe de Política Monetaria* de mayo no garantiza actualmente la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte habitual de 24 meses, y que la consecuencia obvia de ese diagnóstico es que se requiere un mayor impulso monetario para asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

Sin embargo, señala que el margen de maniobra con el instrumento habitual de política monetaria, esto es, la tasa de política monetaria está acotado, porque niveles de la tasa de política monetaria inferiores a 50 puntos base podrían arriesgar desplazamientos bruscos de recursos desde los fondos mutuos monetarios hacia la banca, amortiguando el potencial beneficio expansivo de una rebaja adicional de la tasa de política monetaria. No obstante, agrega que un recorte de 25 puntos base en la tasa de política monetaria no es suficiente para

garantizar la convergencia de la inflación, dado que la curva de retorno, que refleja las expectativas del mercado, contempla aumentos de 200 a 300 puntos base en la tasa de política monetaria en el curso del año 2010. Precisa, que en contraste con ello, las estimaciones de la Gerencia de División Estudios sugieren que se requiere de un período superior a un año con tasas en torno a 50 puntos base para garantizar dicha convergencia.

Como consecuencia de lo expuesto, menciona que una alternativa que considera la Minuta de Opciones es la de reforzar el mensaje comunicacional acerca de la voluntad de la Institución de mantener el estímulo monetario por un período prolongado, pero que la eficacia de esta opción es probablemente limitada.

En su opinión, la alternativa que parece más coherente con la necesidad de aumentar el impulso monetario parece ser, entonces, la de procurar validar la estrategia de política monetaria directamente en el mercado, a través de una estrategia no convencional que procure mantener la tasa de política monetaria en torno a 0,5% anual por un período prolongado. Para ello, indica que se pueden considerar dos tipos de opciones, que no son necesariamente excluyentes: la primera, consistente en crear una facilidad de liquidez a plazos superiores a un día, a una tasa similar a la tasa de política monetaria, con la garantía de un colateral; y la segunda, realizar operaciones de mercado abierto con pagarés descontables en pesos, de manera de alinear el rendimiento de estos instrumentos con la tasa objetivo.

El señor Vicepresidente plantea que el primer tipo de mecanismo tiene la ventaja de que entrega una señal más precisa sobre el nivel futuro de la tasa de política monetaria, reduciendo, por tanto, las primas por riesgo y el nivel de las tasas de captación, haciendo presente que el plazo de esta facilidad también es importante, ya que, en general, a plazos superiores existe un mayor efecto, pero también un incremento del riesgo de arbitraje en contra del Banco Central.

En razón de ello, estima que acompañar la reducción de la tasa de política monetaria en 25 puntos base con el anuncio de la creación de líneas de liquidez a 90 y 180 días con garantías a favor del Banco, permitiría validar en el mercado la decisión del Banco Central de mantener la TPM en un nivel mínimo por un período prolongado. Agrega, que esta medida puede ser reforzada mediante operaciones de mercado abierto con Pagarés Descontables del Banco Central, lo que permitiría alinear las tasas de dichos instrumentos con el nivel actual de la tasa de política monetaria.

Por las razones expuestas, el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, vota por una rebaja de la tasa de política monetaria de 25 puntos base, hasta 50 puntos base anual, tasa que debería ser entendida como un nivel mínimo, y que en el comunicado de la Reunión se haga mención a la estrategia complementaria de proveer una facilidad de liquidez y las adecuaciones propuestas al plan de deuda del Banco, a fin de validar dicha tasa para plazos superiores a un día.

El Presidente, señor José De Gregorio, señala que las noticias más recientes reafirman un escenario con riesgos de menor inflación y crecimiento que el escenario base del último *Informe de Política Monetaria*, y que las proyecciones más recientes de actividad del sector privado, así como la extrapolación de los datos conocidos hasta abril y las tendencias generales de mayo, apuntarían a que en el segundo trimestre, el crecimiento de la economía estaría más cerca de las proyecciones más pesimistas de algunos meses atrás.

Continúa expresando, que las noticias inflacionarias han dado cuenta de que la inflación está bien contenida, con un riesgo a que se demore más que lo deseado en volver al centro del rango meta. Agrega, que el último registro de IPC, si bien tuvo una leve desviación con respecto de lo esperado por el mercado, sigue contenido y que las novedades han surgido básicamente por los precios de los combustibles. Los registros de inflación subyacente, por su parte, en especial el IPCX1, que exhibe una variación mensual negativa, refuerzan la percepción de que el riesgo mayor que se enfrenta es de una inflación muy baja y, en consecuencia, de brechas de capacidad más elevadas que las coherentes con la convergencia de la inflación a su meta.

Indica, que lo expuesto se ve confirmado por las presiones de costos. Al respecto, menciona que los salarios siguen evolucionando de manera coherente con inflaciones bajas, aunque sus registros reales en doce meses tienen volatilidades acordes con las de la inflación; y que la apreciación del peso, superior a los valores usados para construir el escenario base, aunque todavía dentro de rangos coherentes con sus fundamentos de largo plazo en términos reales, reduce aún más las presiones inflacionarias.

El Presidente señor José De Gregorio señala que los cambios son menores desde el punto de vista externo, con proyecciones de crecimiento que han detenido sus revisiones a la baja, aunque los precios de activos darían cuenta de que la incertidumbre aún permanece, y que, tal como se señala en la Minuta de Opciones, la moderación del optimismo estaría afectando a la baja los precios de las materias primas. En el ámbito interno, los recientes indicadores de confianza de consumidores y empresas estarían dando sustento a la previsión de que en los próximos meses se debiera estar observando un repunte de la actividad.

Señala el Presidente señor José De Gregorio que, actualmente, el mayor desafío de la política monetaria es evitar que la inflación permanezca por debajo de la meta más allá del horizonte de política, por lo que la prescripción para un fenómeno de esta naturaleza es aumentar el impulso monetario. No obstante, indica que el impulso que se podría dar a través de una rebaja de tasas es limitado, en razón de que ésta se encuentra cerca de lo que sería su límite inferior, el cual, a su juicio, y de acuerdo con los antecedentes discutidos en las últimas semanas, sería del orden de 0,5% anual. Por lo tanto, manifiesta que su decisión es la de reducir la tasa de política monetaria a 0,5% anual e indicar que este es el mínimo nivel al que llegará en este ciclo.

En su opinión, la tasa en su nivel mínimo no garantiza que la expansividad de la política monetaria sea de la magnitud necesaria para asegurar el cumplimiento de la meta. Sostiene, que la Tasa de Política Monetaria llegue a su nivel mínimo, no significa que la política monetaria no pueda hacer más, sino que hay que considerar instrumentos que van más allá de la tasa de interés de política monetaria. En tal sentido, agrega que un instrumento que ya ha usado el Banco y que debiera seguir utilizándose es el anuncio que la tasa de interés permanecerá en este nivel por un tiempo prolongado, aún cuando reconoce que su efectividad es limitada, por cuanto no constituye, en su opinión, un compromiso suficiente. Por lo tanto, indica que lo natural es tratar de ajustar la estructura de tasas de interés a niveles más expansivos por medio de operaciones directas en los mercados.

El Presidente señor José De Gregorio plantea que son varias las medidas que se pueden adoptar con este objeto, pero que la más razonable es la de reforzar el impulso desde la parte más corta de la curva de rendimiento. En su opinión, ello es más efectivo en las circunstancias actuales, pues corresponde a un complemento coherente con la mantención de

bajas tasas por un periodo prolongado. Por estas consideraciones, le parece adecuada la propuesta de ofrecer repos hasta 6 meses a la Tasa de Política Monetaria, operar con PDBC para poder lograr este objetivo y que el Banco deje de emitir deuda en los plazos más cortos. Agrega, que estas medidas debieran tener un efecto directo en las tasas del mercado monetario y, a través de ello, en las tasas del sistema bancario, y, por lo tanto, permitirían aumentar el impulso de la política monetaria de manera importante.

En consecuencia, concluye que considerando lo expuesto y las votaciones anteriores, el Consejo resolverla rebajar la tasa a 50 puntos base; que habría acuerdo por emitir y crear una facilidad de liquidez por hasta seis meses, la que habría que ajustar por la vía de operaciones que se efectuarán por parte de la Gerencia de División Operaciones Financieras; y que se suprimiría la emisión de los BCP-2 y de PDBC a 360 días durante el año 2009.

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

141-01-090709 – 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 25 puntos base, hasta 0,50% 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 25 puntos base hasta 0,50% anual y adoptar medidas complementarias de política monetaria.

En el ámbito externo, los datos recientes muestran que las perspectivas de crecimiento global para este año se han estabilizado. Sin embargo, los indicadores financieros dan cuenta de una mayor incertidumbre respecto de la robustez de la recuperación global. Los precios de los productos básicos, en particular del cobre y del petróleo, se han reducido.

En el plano interno, la información disponible para el segundo trimestre de este año es coherente con un menor nivel de actividad y demanda que el previsto en el último *Informe de Política Monetaria*. El desempleo ha aumentado. Las condiciones crediticias se mantienen estrechas.

En junio, el conjunto de indicadores de inflación mostró reducidas presiones inflacionarias subyacentes. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos, mientras que el tipo de cambio real se ha reducido desde la última reunión. Se prevén registros de inflación anual reducidos en los próximos trimestres, menores que los anticipados en el último *Informe*. Las expectativas de inflación de mediano plazo se han reducido marginalmente.

Con la decisión de hoy, la TPM se ha llevado a su nivel mínimo. El Consejo estima que para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política en un contexto de mayores holguras de capacidad previstas y reducidas presiones de costos importados, es necesario aumentar el estímulo monetario. Por ello, la TPM se mantendrá en este nivel mínimo por un período de tiempo prolongado.

Para reforzar esta decisión y alinear los precios de activos financieros con la trayectoria de política monetaria, el Consejo ha determinado implementar las siguientes medidas complementarias de política monetaria:

- Establecer una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para las empresas bancarias, mediante la cual otorgará liquidez a 90 y 180 días al nivel de la TPM vigente.

- Ajustar el plan de emisiones de Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) a plazos menores de un año de manera coherente con la decisión anterior.

- Suspender, por todo lo que resta del 2009, la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año, correspondientes a Bonos Nominales del Banco Central a 2 años (BCP-2) y Pagarés Descontables del Banco Central a 1 año (PDBC-360).

El Consejo reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18:00 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

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 142
celebrada el 13 de agosto de 2009

En Santiago de Chile, a 13 de agosto de 2009, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular, don José De Gregorio Rebeco, y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Desormeaux Jiménez, y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asisten también el señor:

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes

y los señores:

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 Sénior, doña Erika Arraño González;
Economista Sénior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesora de la Presidencia, doña Mariana García Schmidt; y la
Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria Nº 142, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de febrero de 2010 para el día 11 de dicho mes.

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

El Gerente de Análisis Internacional indica, en primer término, que la caída de la actividad ha continuado moderándose en los países desarrollados y se ha recuperado en las economías emergentes, destacando la evolución positiva que muestran China y República de Corea, principalmente, así como también algunas otras economías.

El señor Lehmann informa que las exportaciones también dan cuenta de una trayectoria de recuperación, la que es algo tenue en las economías desarrolladas y algo más marcada en algunas economías emergentes, como es el caso de Brasil, China, Corea y Asia, en general.

En cuanto a los inventarios, el Gerente destaca que un elemento que ha caracterizado el ciclo económico actual durante los últimos trimestres es la alta sincronía en la desacumulación de los mismos. En Chile, ejemplifica, la caída de los inventarios sobre el PIB es de 3%, patrón que se repite en varios países, en tanto que los mayores descensos se registran en algunas economías de Asia, como es el caso muy excepcional de China, que exhibe una reducción de casi 13%, Malasia, una de 12,9%, y Corea, una caída en torno a 5%. La situación de Brasil, en cambio, es bastante similar a la chilena.

El señor Sergio Lehmann hace presente que las confianzas también han continuado recuperándose. Menciona algunos casos en los que hay evidencias de una situación de expansión desde el punto de vista empresarial, particularmente en China, mientras que en la mayoría de las economías todavía no se alcanza aún dicho nivel, esperándose que ello acontezca en los próximos meses. En cuanto a la confianza de los consumidores, el Gerente también reporta recuperaciones relativamente generalizadas, aunque tal vez un poco más heterogéneas desde el punto de vista del consumidor en relación con las empresas. Subraya el caso de Corea, que está sobre el pivote 50, cuya economía está especialmente frente a una situación más positiva desde la perspectiva de los consumidores.

El Gerente de Análisis Internacional plantea que los indicadores de empleo han continuado dando cifras negativas, aunque han tendido a atenuarse en los últimos meses, mencionando que en un conjunto de economías, que incluye la china, se observa efectivamente que hay una mayoritaria destrucción del empleo. Recalca el caso de Estados Unidos, donde las solicitudes de subsidios de desempleo, que venían cayendo a una tasa bastante moderada, tendieron a acelerarse en las últimas semanas, lo cual ha sido leído positivamente por los mercados financieros, los que, de hecho, han reaccionado muy significativamente a estas noticias. Luego, si bien la situación de empleo podría haber sido de alguna preocupación en algún momento, esta ha tomado una trayectoria, al menos por ahora, que no es muy distinta de la observada en otras recesiones en el pasado.

En materia de crecimiento mundial, el señor Sergio Lehmann indica que este registra nuevamente una revisión marginal al alza y que, de hecho, el mundo exhibe una décima menos de caída en relación a agosto, es decir, una caída de 1% a PPP. Informa que este dato fue conocido al comienzo de la jornada, así como también el PIB de la Zona Euro, que fue mucho mejor que lo que se anticipaba. Con esta nueva cifra, considerando solo el hecho matemático y suponiendo que en materia de crecimiento la trayectoria se mantiene igual en adelante, el -4,3% pasaría a ser -3,9%. El señor Lehmann agrega que también es posible que se revise la trayectoria futura, en la medida que haya un juicio de un ambiente más positivo, por lo que el próximo mes también se podrían tener cifras de crecimientos o de caídas menos negativas, particularmente para el 2009. Para el presente año destaca especialmente la revisión del caso de China, que sube de 7,7 a 8,3%, retornando al nivel sobre 8% que, en algún momento, se planteaba que era el nivel de crecimiento que permitía, de alguna manera, absorber adecuadamente las migraciones del campo a la ciudad.

El Ministro de Hacienda pregunta si la ponderación entre países latinoamericanos también es a PPP, a lo cual el señor Lehmann responde que para efectos de las agrupaciones también lo es a PPP. En el caso del año 2010, añade que las revisiones son bien marginales y bastante homogéneas en el grupo de países presentados

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, solicita al Gerente de Análisis Internacional que explique cómo se estimaron las cifras del año 2010 que está presentando, porque los bancos de inversión no solo hablan de cifras superiores a 3% para el 2010, sino que de un crecimiento de tendencia.

Al respecto, el señor Sergio Lehmann comenta que para el año 2010 hay una importante discrepancia entre los distintos bancos de inversión, es decir, que hay una desviación estándar en materia de proyección bastante elevada. Añade que, efectivamente, respecto de la media de dichos bancos, en especial en el caso de Estados Unidos, donde este fenómeno se focaliza tal vez de manera más importante, nuestras cifras están por debajo del promedio que ellos manejan, que hoy es de alrededor de 2%. Explica que lo que la Gerencia ha incorporado en el juicio para efectos de definir el crecimiento del año 2010, también incluye la información de crecimiento y el hecho de que el FMI, en particular, esté proyectando un 0,8% para Estados Unidos para el próximo año. Entonces, señala que la Gerencia ha tratado de moderar en algún grado lo que los bancos de inversión están planteando en materia de expansión para el año 2010.

El señor Desormeaux acota que hay que tomar debida nota de que en las últimas dos o tres semanas ha habido un cambio de sentimiento significativo, que no está considerado en el Informe del FMI, acotación que es confirmada por el señor Lehmann.

El Gerente de Análisis Internacional destaca que un elemento importante, que quizás está vinculado con la visión que se puede tener en términos de crecimiento en adelante, tiene que ver con lo que plantean algunas instituciones respecto del crecimiento del producto potencial. Menciona que en el caso de Estados Unidos, el *Congressional Budget Office (CBO)* ha efectuado una revisión para los años 2008, 2009 y 2010, planteando una caída de seis décimas en el 2010 versus el año 2008.

En el caso de la Zona Euro, añade, las estimaciones de la Comisión Europea, de la OCDE y del FMI dan cuenta de una caída del producto potencial de aproximadamente un punto producto de la crisis, señalando que los factores detrás del ajuste son el capital y la PTF en proporciones similares. Respecto de la PTF, detalla que los elementos que se han considerado para efectos de revisar el producto potencial a la baja están asociados a condiciones crediticias más estrechas a futuro, que llevarían a una asignación de recursos menos eficiente; retiros anticipados de personas del mercado laboral, si es que el desempleo se mantiene de manera particularmente prolongada, lo que, a su vez, también afecta los flujos de inmigración hacia las economías; y la reducción de la empleabilidad ante la pérdida de habilidades de la fuerza de trabajo.

El Ministro señor Velasco pregunta qué relación tienen los flujos del mercado laboral con la productividad, a lo cual el Presidente señor De Gregorio responde que, dado que la PTF es un residuo, el flujo de inmigración tiene que ver con la composición de la fuerza de trabajo, con el capital humano. Explica que si los inmigrantes tienen habilidades diferentes del promedio del trabajador, va a cambiar la PTF, pero si entra gente con menores habilidades, eso

debería afectar la PTF. El efecto debiera ser menor y al revés, acota el Ministro, y el señor Lehmann complementa que será necesario afinar el análisis.

Sobre ese mismo punto, el Consejero señor Claro consulta acerca del efecto que tiene en estas estimaciones el uso de un filtro estadístico estándar, sin agregar elementos de juicio como los antes presentados.

El Gerente de División de Estudios indica que desconoce cuál es la metodología de cálculo utilizada por la OCDE, pero que cree que lo hacen a través de un filtro estadístico estándar. La diferencia, agrega, es que el ejercicio no se remite al resultado del filtro sino que se complementa con una evaluación juiciosa de sus resultados, en particular de considerar si la caída que arroja en la PTF es coherente con los resultados que se obtienen de modelos con fundamentos económicos.

El Consejero señor Claro reitera que su duda es sobre cuál es la magnitud de la corrección juiciosa que se realiza sobre el resultado del filtro estadístico, por cuanto no tiene claro si corresponden a una magnitud significativa o no.

Al respecto, el señor Pablo García señala que no se dispone del detalle de la magnitud del ajuste que se hace sobre el resultado estadístico. No obstante, cree que dada la caída del producto en los últimos trimestres y el efecto que ello tiene al momento de aplicar el filtro estadístico, es posible que la caída de la PTF fuese bastante mayor. Agrega que, en todo caso, es difícil considerar que la PTF haya tenido un deterioro tan grande como el que podría observarse de solo aplicar el filtro y que, claramente, en ese caso hay un problema estadístico por la construcción de la metodología y el momento cíclico de la economía.

El Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación, señalando que la variación en 12 meses de los registros de inflación ha seguido cayendo en las principales economías mundiales y que las proyecciones de inflación, en particular para el año 2010, muestran, en el margen, una leve revisión al alza.

En materia de primas por liquidez, el Gerente de Análisis Internacional indica que, si bien hay pocas novedades al respecto, es preciso dar cuenta que estas han mantenido una trayectoria a la baja, aun cuando todavía están por encima de los niveles alcanzados antes de la crisis. Agrega que, probablemente, tomará muchos años para volver a dicho nivel, pero que las cifras reflejan que ha habido o han continuado las buenas noticias por ese lado.

A continuación, el señor Sergio Lehmann se refiere a un conjunto de curvas de rendimiento para varios países, destacando que en el caso de las economías desarrolladas se observan curvas con pendientes marcadamente positivas y que, en general, hacia el largo plazo, todos los países se sitúan alrededor de 3,5%, con algunas excepciones muy particulares, mientras que todas las economías exhiben tasas muy bajas de muy corto plazo. En el caso de las economías más emergentes, añade, estas muestran una situación bastante más heterogénea en este sentido. La curva de Chile presenta claramente tasas de corto plazo muy bajas y tasas de largo plazo no muy distintas de las que exhiben otras economías emergentes.

El Presidente afirma que la forma de la curva chilena es parecida o igual a la de los países desarrollados, y luego consulta si hay *technicality* en el quiebre de un año y por qué todas las curvas tienen un quiebre tan fuerte en un año. El Gerente de División de Estudios responde que ello obedece a que hay un cambio de la frecuencia del eje del gráfico, que

primero va mes a mes y luego año a año, a lo cual el señor Lehmann acota que es un tema visual.

El Consejero señor Sebastián Claro interviene para manifestar que ello solo es un detalle, porque no cambia mucho la historia de la pendiente. Afirma que el gráfico es extraño, ya que las tasas a diez años en Chile hace tiempo que no están en 6,5%, sino que 100 puntos más abajo. El señor Pablo García reconoce que ello es extraño.

El Ministro consulta si esos rendimientos son de bonos del gobierno o si hay algún riesgo de premio privado, a lo cual el señor Lehmann responde que existen tasas de riesgo a distintos periodos.

En todo caso, el Gerente señor Lehmann hace presente que lo que se está observando es que las pendientes de las curvas han estado subiendo y que el aumento de las pendientes se marca especialmente cuando las políticas monetarias de las economías desarrolladas se tornan agresivas.

En materia de paridades, el señor Lehmann señala que el dólar ha vuelto a depreciarse durante el último mes. No obstante, indica que, utilizando medidas alternativas del tipo de cambio real, en que los precios externos están medidos por el IVUX, Chile, por ejemplo, aparece con un tipo de cambio real mucho más elevado producto de un precio del cobre excepcionalmente alto; sin embargo, excluyendo los *commodities*, la situación también vuelve a cambiar y el tipo de cambio real de Chile, en particular, no se ve muy distinto del de los otros países considerados en la muestra, esto es, Brasil, México, República de Corea y Taiwán.

Respecto de las bolsas, el Gerente de Análisis Internacional menciona que se observa que los mercados bursátiles han continuado con trayectorias de recuperación y con particular fuerza en las bolsas de América Latina y Europa emergente, al menos durante el último mes. Los premios soberanos, por su parte, han continuado cayendo de manera más o menos generalizada en las economías emergentes. En línea con ello, sostiene que, de acuerdo con información del BIS, se advierten aumentos de créditos externos a Asia emergente y también a América Latina, lo que está en línea también con los flujos netos de inversión de cartera hacia economías emergentes, cuyos promedios móviles de seis meses han continuado mostrándose positivos.

El señor Lehmann hace presente que durante el último mes se ha producido un alza generalizada en los precios de los *commodities*, que asciende a casi 20% en el caso de las agrupaciones de energía y a 25% en la de los metales. Destaca que en cuanto a la energía, se aprecia que el petróleo WTI aumenta casi 15% y la gasolina, 20%, mientras que respecto de los metales, subraya especialmente el aumento de 25% en el precio del cobre y de 70% en el del molibdeno del mes anterior. En cuanto a la evolución que ha tenido el precio del petróleo, informa que esta ha llevado a que los contratos futuros también se corrijan ligeramente al alza, situación que se repite con los precios futuros de la gasolina. En relación con el precio del cobre, el Gerente plantea que continúa la solidez de los fundamentos para este metal y que, en línea con los indicadores de confianza de las empresas usuarias de cobre que se está utilizando para efectos de entender la evolución del precio del cobre, este último ha continuado aumentando.

El señor Ministro de Hacienda consulta si estas empresas son las usuarias de cobre en Chile o fuera de Chile, a lo cual el Gerente de Análisis Internacional responde que cada uno de los países se pondera por el consumo de cobre correspondiente, y el Gerente de

División de Estudios complementa que se trata del indicador de confianza empresarial del país respectivo, ponderado por su importancia en el consumo global.

El Gerente de Análisis Internacional retoma la palabra para manifestar que los inventarios de cobre aumentaron fuertemente hasta el primer trimestre, pero que los últimos registros dan cuenta de una caída, medida como semanas de consumo de cobre calculadas sobre la base del promedio del consumo semanal en los tres meses previos, ajustadas estacionalmente.

Respecto de las proyecciones del precio del cobre, el señor Sergio Lehmann señala que, en función de lo que se ha observado recientemente y también en línea con lo que han estado haciendo los bancos de inversión, particularmente para el 2009, 2010 y 2011, se prevé un precio del cobre promedio para el año 2009 más alto que el que se registraba hace un mes atrás, lo mismo para el año 2010, y el 2011 relativamente estable del 2010. Explica que la trayectoria que está implícita en esta proyección, basada en un modelo que utiliza variables fundamentales de oferta y demanda, es la de un precio del cobre bastante estable. Asimismo, y en conjunto con lo señalado en materia de combustibles, manifiesta que ello lleva a revisar al alza los precios promedio para el año 2009, en comparación con los de julio, hasta 220 o 250 centavos de dólar la libra aproximadamente, mientras que el precio del petróleo, utilizando el promedio de los futuros, permanece relativamente estable para el 2009 y algo más elevado para el año 2010.

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 exponga la información relativa al escenario interno.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico da inicio a su presentación, señalando que el dato de IMACEC de junio dio cuenta de una cierta recuperación en la actividad respecto del mes previo. Precisa que, conforme a datos de factores que todavía no son públicos, este alcanzó a 0,7%, en comparación con el 0,8% que se conoce públicamente, y agrega que las recuperaciones se observan en casi todos los sectores, siendo esta más tenue en el caso de la industria, algo mayor en el sector comercio y más intensa en los sectores ligados a la construcción y no transables.

En relación con el consumo, el señor Claudio Soto hace presente que las perspectivas de los consumidores han seguido mejorando, especialmente la percepción sobre la situación futura. Asimismo, da cuenta de que el indicador coincidente, que mide el consumo directamente, se ve más plano que en los meses previos y que aún no hay evidencia de un claro rebote y que, de hecho, durante la mañana se recibieron los datos de venta de automóviles de ANAC, que si bien son relativamente positivos, no muestran una mejora respecto del mes previo en términos desestacionalizados.

El señor Ministro de Hacienda solicita al señor Claudio Soto que le recuerde qué significa exactamente el indicador coincidente. El señor Soto señala que es aquel que se construye con indicadores de ventas industriales y de producción industrial para la parte de consumo de servicios, que trata de replicar el comportamiento de las series trimestrales de consumo. Añade que los datos son mensuales y que se construyen con indicadores mensuales, precisando que el último corresponde a junio.

Al continuar con la exposición sobre consumo, el Gerente de Análisis Macroeconómico indica que, respecto de julio, el dato que más sobresale es el de importaciones, haciendo el alcance que ello obedece a una circunstancia bastante puntual, cual fue una importación de magnitud relevante de turbinas para generación eléctrica.

En cuanto a las perspectivas para los inventarios, medidas por el IMCE, el señor Gerente menciona que, si bien estas han seguido retrocediendo, todavía están en niveles altos, recordando, en todo caso, que la media histórica siempre ha estado sobre los 50 puntos. Plantea que es por ello que no se debería esperar que el IMCE llegue a 50 puntos para pensar que la situación se ha normalizado, sino que el hecho que supere ese nivel significa recién una señal de cierta normalidad.

Luego, el señor Soto manifiesta que el catastro de inversión en construcción e ingeniería de junio se corrigió marginalmente a la baja para los años 2009 y 2010, corrección que es bastante menor que la de catastros anteriores, mientras que para 2011 aparecen proyectos nuevos o hay una postergación de proyectos hasta entonces.

El Presidente señor De Gregorio expresa que siempre tiene dudas respecto de ese indicador, porque una vez que se ha declarado la intención de llevar a cabo proyectos para un determinado año, lo que es el catastro casi por definición, hay algunos que se empiezan a cancelar a medida que transcurre el tiempo, por lo que resulta natural una declinación de los mismos en los años más cercanos. El Gerente de División de Estudios comenta que ese patrón está determinado históricamente y que, dado que lo normal es que se estén incorporando proyectos para el futuro, siempre está subiendo la perspectiva de proyectos hacia dos o tres años más. El Gerente de Análisis Macroeconómico, en tanto, acota que hay una correlación bastante alta entre el *stock* de proyectos a lo largo de cinco años y el ciclo.

Por otra parte, el señor Claudio Soto informa que las perspectivas de los empresarios en general muestran una cierta recuperación, destacando que no es solo el indicador del comercio el que exhibe una mayor recuperación, sino que es el único cuyo IMCE está sobre 50 puntos, esto es, que ya está en terreno positivo. Especial mención hace también del indicador de ventas de viviendas, el que ha mejorado de manera sostenida a lo largo del presente año, luego de la fuerte caída que experimentó a fines de 2008. Agrega que dicho repunte ha sido corroborado por la Cámara Chilena de la Construcción y Collect, y ha significado una caída importante en el número de meses necesarios para agotar los *stocks*, los que, de todas maneras, están por encima de los promedios de los últimos diez años.

A continuación, el Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere a una desagrupación entre viviendas de menos de 2.000 Unidades de Fomento y de más de 2.000 Unidades de Fomento, que incluyen casas y departamentos. Al respecto, señala que se observa que la caída en las ventas de fines de 2008 fue bastante generalizada, ya que no comprendió a un tipo de vivienda en particular.

Al proseguir con su exposición, el Gerente señor Claudio Soto informa que se está proyectando un IMACEC en torno a -3% para julio, cifra que es algo mayor que lo que proyectaría el modelo con energía. Este último, indica, proyectó un -5% para junio, mientras que el IMACEC fue de -4%. Dada esa diferencia, de alguna manera se está considerando el juicio que viene de la otra parte del análisis para hacer la proyección de dicho índice; no es lo que sale directamente del modelo de energía, aclara. Luego, hace presente que la corrección de la proyección del PIB del segundo trimestre arroja una estimación de hasta -4,4%, mientras que la

proyección para el tercer trimestre se está corrigiendo al alza, desde -2,1 hasta -1,7%. Informa que, en términos sectoriales, las correcciones más importantes en el tercer trimestre son en minería y en el sector resto y, dentro de este, fundamentalmente industria y comercio.

El Gerente de División Estadísticas, señor Ricardo Vicuña, interviene para aclarar que los datos expuestos no incluyen la corrección que se va a publicar el martes 18 de agosto, anticipando que el PIB del segundo trimestre cerró en -4,5% y que se revisó el del primero desde -2,1 a -2,3%, diferencia que se explica por ajustes en el sector construcción. Asimismo, ante una consulta del señor Ministro de Hacienda sobre cuál es el secuencial trimestre contra trimestre, de acuerdo con las cifras mencionadas, el señor Vicuña responde que es de -0,4% para el segundo trimestre y de -1,6% anualizado.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación para referirse a las velocidades del PIB, la que fue de -7,9% en el cuarto trimestre de 2008, de -2,1% para el primero de este año, de -3,3% para el recién pasado, proyectándose un rebote a 6,9% para el tercero. Agrega que parte de este "serrucho" se explica por lo que ocurrió con el PIB resto y con la agricultura, cuyo muy buen desempeño en el primer trimestre elevó la base de comparación para el segundo. De hecho, afirma que si se considerara el PIB resto sin agricultura, la recuperación se vería algo más suave.

En cuanto a la variación de existencias a PIB, el señor Claudio Soto menciona que estas han seguido cayendo en el segundo trimestre y tienden a normalizarse en los próximos meses, pero no de manera instantánea, y que respecto de las proyecciones del PIB, la principal corrección respecto del último *IPoM* está dada por la caída del PIB en el segundo trimestre.

El Presidente De Gregorio pregunta en cuánto cerrará el cuarto trimestre, a lo cual el Gerente de División de Estudios responde que si se hace un ejercicio muy simple, que es mantener la velocidad registrada en junio para todos los meses del segundo semestre, que fue de 0,7%, la variación anual sería cercana a -1%, mientras que si se mantienen velocidades parecidas a las que se tenían en el *IPoM* de mayo, esta sería de -1,5%. Indica que ello es coherente con la discusión del último mes, cuando se tenían cifras más negativas que ese 0,7%, en que para llegar a un nivel de crecimiento en el año similar al del *IPoM*, tenían que registrarse expansiones anualizadas de entre 10 y 15%. Ahora, añade, como se cuenta con datos más alentadores, se necesitan cifras en torno a 8 ó 10%.

El señor Claudio Soto explica que hay factores que no son públicos, que se van corrigiendo por las correcciones de cuentas. De todas maneras, el 6,9% que se proyecta para el tercer trimestre es una velocidad alta, pero no tanto desde una perspectiva histórica. Menciona que se han registrado velocidades de esta magnitud en períodos de recuperación de una crisis, por lo que podría haber un rebote fuerte, pero se tiene cierta incertidumbre respecto de la velocidad del mismo en el tercer trimestre.

En relación con el mercado laboral, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que la tasa de desempleo llegó a 10,7%, pero que si se desestacionaliza la serie, la tasa es de 10,1%, algo superior al 10% del mes previo. Ello se explica fundamentalmente por una tasa de empleo que sigue cayendo a tasas de 1% anual y por una fuerza de trabajo que mantiene tasas de crecimiento bastante estables en los últimos meses. De todas maneras, se observa que el empleo ha dejado de caer en el margen, principalmente por un fuerte aumento en el empleo por cuenta propia.

Ante la solicitud del señor Ministro de Hacienda sobre mayores antecedentes de este último, el Gerente de División de Estudios indica que la dinámica del año 1999 fue similar, cuando se produjo un aumento en el empleo por cuenta propia al mismo tiempo que el asalariado estaba cayendo, a lo cual el señor Claudio Soto agrega que en 1998 se registró un alto nivel de servicios comunales, el que se repite ahora, conforme lo indica el último dato disponible. El señor Pablo García complementa que las cifras provienen de una encuesta a hogares, por lo que dependen mucho de la autoidentificación de las personas.

El Consejero señor Enrique Marshall pregunta si los trabajadores por cuenta propia son vendedores ambulantes o si pertenecen a otros sectores, a lo cual el señor Claudio Soto responde que los datos indican que un porcentaje importante corresponde al sector comercio, que lógicamente puede incluir a los vendedores ambulantes, pero que también pertenecen al sector agrícola e, incluso, al de la industria.

Respecto de los salarios en general, el señor Soto informa que se mantienen las tasas de variación estables mes a mes, las que son algo más bajas que si se las compara en términos históricos, y que los salarios reales han experimentado un significativo aumento, producto de las caídas en los niveles de precios que se están observando. El señor Gerente agrega que los resultados de un par de modelos de demanda por empleo arrojan que este es más sensible a la actividad que a los cambios en el precio relativo.

En cuanto al Índice de Precios al Consumidor, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico reporta nuevamente un dato negativo, que lo fue algo más que el predicho, con lo que la tasa de inflación llega a 0,3% en términos anuales. Menciona que las principales sorpresas respecto de la proyección, se registraron en equipamiento de viviendas y en vestuario, cuyos precios presentaron importantes caídas, mientras que la proyección fue compensada, en parte, por una tarifa eléctrica que experimentó un descenso de una magnitud inferior al esperado. Añade que con el dato de inflación de julio, se tiene que las velocidades de la inflación y de casi todos sus componentes están en terreno negativo.

El señor Claudio Soto continúa, señalando que la proyección contempla precios de la gasolina un poco más elevados que la semana anterior. De esta manera, su precio se aproximaría lentamente hacia los $ 600 de aquí a fines de año y luego se estancaría.

Hace presente que, considerando todos los elementos disponibles para el análisis, se proyecta una inflación para agosto de 0%, con caídas en el IPC subyacente, ya que se estima que puede haber reducciones adicionales en los precios del equipamiento para la vivienda y también del vestuario, como consecuencia de un tema estacional. Dado lo anterior, la inflación en doce meses sería negativa el próximo mes y hasta diciembre y, según las proyecciones, diciembre cerraría con un -0,8%. En cuanto a la composición de la inflación, se advierte que los sectores resto no solo van contribuyendo cada vez menos a ella, sino que han comenzado a contribuir negativamente a la inflación en doce meses, mientras que los combustibles empiezan a hacerlo positivamente.

En relación con este tema, el señor Soto indica finalmente que los modelos alternativos proyectan, en general, inflaciones a diciembre en un rango de entre -1 y -2%, aclarando que estas cifras son similares a las proyecciones del mercado, que están en -1%.

Al proseguir con su exposición, el Gerente de Análisis Macroeconómico se refiere ahora a los mercados financieros. Respecto de las tasas, menciona que la noticia más destacada del mes es la caída importante de la tasa de los bonos a dos años, tanto los reales como los nominales, lo que explica el empinamiento adicional de la curva.

Las tasas de colocaciones, por su parte, han seguido cayendo en el margen, aunque las correspondientes a las colocaciones de consumo a 90 y 360 días y a las letras de crédito, registran una leve alza. Agrega que la caída de estas tasas es significativa desde su *peak*, registrado durante la primera semana de diciembre del año pasado, cuya magnitud varía desde los casi 700 puntos base en el caso de la tasa de colocación de consumo a 90 y 360, hasta 1.400 puntos base en el caso de la de consumo de tres años y más.

El Consejero señor Enrique Marshall plantea que esa comparación es un poco tramposa, ya que los riesgos de fondeo y de refinanciamiento a los bancos, presentes en el periodo octubre-noviembre más que durante la primera semana de diciembre citada, han desaparecido, en buena medida gracias a las acciones del Banco Central y del Ministerio de Hacienda. Luego, señala que resulta normal que haya una caída respecto de ese *peak*, simplemente porque desapareció un riesgo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico manifiesta que las tasas de colocación de consumo y comerciales del BancoEstado han sido más bajas que las del sistema hasta lo más reciente, pero que los últimos datos indican que ellas han aumentado y se aproximan a las del resto del sistema. Sus tasas hipotecarias, en cambio, no solo son más altas que las del sistema, porque el segmento al cual el BancoEstado presta es más riesgoso, sino que las caídas que registran son mucho más pronunciadas.

Prosiguiendo con su presentación, el Gerente señor Claudio Soto menciona que los *spreads* entre las tasas de colocación y captación han aumentado y son comparables con otros episodios de *stress* financiero. Asimismo, indica que si bien estos siguen altos, han disminuido respecto del primer semestre del año pasado, que correspondió a la primera etapa de la crisis. Agrega que los *spreads* de las tasas a los diferentes plazos han subido y han tenido un comportamiento bastante volátil y que, a pesar de su volatilidad en el último tiempo, esta no ha sido muy distinta de la registrada en años anteriores.

En cuanto al diferencial entre las tasas mínimas y máximas, hace presente que hay una tendencia creciente en su dispersión, la que probablemente se explica por la penetración del crédito a sectores que son más riesgosos. Explica que la tendencia es más bien secular, la que puede haberse intensificado a fines del año pasado por el aumento de la percepción de riesgo, pero que ha tendido ha retroceder en el margen.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan aclara que el señor Claudio Soto se está refiriendo al promedio de la dispersión por banco, ya que por cada uno de ellos se calcula la dispersión y el promedio. Añade que no se considera el hecho de que cierto banco haya entrado al mercado y sea más bancarizador, sino que se toma lo que ha estado haciendo cada uno de ellos.

El Asesor del Ministro de Hacienda, señor Igal Magendzo, refiriéndose a la afirmación de que la pendiente al alza es por la bancarización de los bancos más riesgosos, pregunta si ello significa que una caída implica una desbancarización. Al respecto, el Gerente de División de Estudios comenta que el problema radica en que este tipo de situaciones

siempre se pueden leer en una dirección o en otra, porque también se podría decir que la bancarización aumentó a fines del año pasado o que probablemente no aumentó, por lo que el aumento de la pendiente a fines del año pasado no es porque entraron nuevos clientes al sistema.

El Gerente señor Claudio Soto menciona que, de hecho, hay un estancamiento en las colocaciones y que todavía no se ven signos de recuperación, salvo el caso de las colocaciones para la vivienda en Unidades de Fomento, que han mantenido un cierto dinamismo, ya que se han desacelerado de forma importante y luego han crecido a tasas comparables con las de mediados del año pasado.

Luego, hace presente que la participación del BancoEstado en las colocaciones de consumo y comerciales presentan un fuerte aumento, especialmente estas últimas, mientras que el alza de las hipotecarias es menor, porque el mercado está bastante segmentado.

En opinión del Consejero señor Enrique Marshall, es muy importante hacer un seguimiento de las operaciones hipotecarias, ya que son operaciones con horizontes más largos, donde hay un espacio importante para seguir bancarizando, por cuanto corresponden a operaciones en las que las personas están, normalmente, sustituyendo el arriendo por la adquisición de una vivienda. Respecto de las operaciones de consumo, en cambio, piensa que son operaciones bastante contaminadas, porque los bancos tienen que hacer los castigos muy rápidamente y ello puede llevar a que el sector caiga por un tiempo. Aclara que esas operaciones no desaparecen, ya que los clientes siguen debiéndole a los bancos, pero es dinero que sale de la contabilidad. Luego, señala que es relativamente normal que en un ciclo como el actual haya que centrar la atención en las operaciones hipotecarias, ya que si siguen cayendo se convierte en un tema de mucha preocupación. Agrega que el problema es que habrá que admitir ciertas noticias relativamente malas por factores contables, por factores de apalancamiento, debido a que son menores los espacios para que el crédito se recupere rápido.

Respecto del tipo de cambio, el Gerente de Análisis Macroeconómico informa que el peso se ha depreciado, a pesar del importante aumento observado en el precio del cobre desde la última RPM. Al respecto, recuerda lo mencionado por el Gerente de Análisis Internacional, sobre las medidas alternativas para el tipo de cambio real, que, en lugar del Índice de Precios Externos Relevantes (IPE), consideran los IVUM e IVUX sin cobre. Explica que si se mide el tipo de cambio real con el IVUM, se obtiene que está bastante apreciado, pero que se observa también una tendencia decreciente en el tiempo, porque el precio de las importaciones ha ido cayendo. Asimismo, si se analiza el tipo de cambio real, considerando los IVUX sin cobre, se ve que está más apreciado que el año pasado, pero no más que en los últimos cinco o seis años, y claramente más depreciado que antes de la crisis asiática.

Al respecto, el señor Ministro de Hacienda señala que lo sorprendente de los últimos quince días es que el tipo de cambio se deprecie levemente, a pesar que los *commodities* suben, y que se comente que se habría activado el *carry trade* precisamente con Brasil. Las tasas en Chile y en Brasil no han cambiado, agrega. Dado eso, pregunta por qué ello estaría ocurriendo si, al parecer, la tasa no se ha movido, y cuál es el *market feeling* al respecto.

El Gerente de División de Operaciones Financieras, señor Beltrán De Ramón, explica que desde la última RPM no solamente se movieron las tasas, sino que se aseguraron por seis meses. Indica que ello debe transmitirse, ya que hay un compromiso de mantenerlo por un tiempo, por lo que en estos momentos, el riesgo de que las tasas en Chile suban o bajen es

nulo. Menciona que lo que se ha detectado es un aumento en las compras de dólares en *non delivery forwards* (NDF) y, por lo tanto, de ventas de pesos en NDF, incluso de una magnitud significativa en las últimas semanas. Añade que en una transacción de *carry trade* siempre la moneda pasiva se vende y la moneda activa se compra. Señala ignorar si esto es con Brasil, con México, con Hungría, pero indica que todas las recomendaciones que él y el Gerente de División de Estudios recibieron del Deutsche Bank en su viaje a Nueva York en abril último, o sea, antes de la adopción de las medidas, así como últimamente de parte de todos los analistas de Nueva York, es que estas transacciones son recomendables y todo indica que ello es así.

El señor Enrique Marshall acota que ello es coherente con el cuadro donde se presenta a Chile como una de las pocas economías emergentes que tiene las tasas tan bajas.

Respecto de la bolsa local, el señor Claudio Soto hace presente que esta ha subido, pero algo menos que otras bolsas en el mundo. De hecho, plantea que si se compara la evolución del IPSA con índices de bolsas que recoge Morgan Stanley, este ha caído en términos relativos.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, refiriéndose ahora al M1. Al respecto, señala que este ha vuelto a acelerarse y de manera bastante intensa, y que la velocidad está en torno a 30%, algo por sobre de lo que podría predecir el modelo de demanda por riesgo.

En relación con las expectativas, el señor Claudio Soto indica que las proyecciones de crecimiento para el año se han estado ajustando a la baja. De hecho, menciona que la encuesta de comienzos de agosto mantiene la proyección de -1,5% para el año, por lo que la proyección de crecimiento para el año 2010 se corrige marginalmente desde 3.1 hasta 3%.

En cuanto a las compensaciones *forward*, el señor Gerente expresa que lo interesante es que, en general, se han movido al alza en casi todos los horizontes. Agrega que si se consideran las compensaciones que salen de la curva *forward*, se ve que tanto la uno en uno como la a plazos más largos se han movido al alza. En cuanto a la curva *forward* de los bonos, en cambio, los movimientos son más bien mixtos en los distintos plazos, y si se considera la información de las mesas de dinero y de la misma encuesta de expectativas, se observa que no hay grandes movimientos en las perspectivas de inflación tanto a uno como a dos años.

Finalmente, respecto de la TPM, el Gerente de Análisis Macroeconómico explica que ha habido un aplanamiento bastante intenso en la curva *forward* y esto se ha dado sobre todo en los últimos días, en que se ha registrado una caída notable en la parte más larga de la curva. Menciona que a diciembre de 2010 se encuentra en 2,25%, bastante más abajo que lo que se temía anteriormente, que era superior a 3%. Luego, hay una caída de más de 70 puntos base a diciembre de 2010, importante corrección que se produjo principalmente después de conocidas las cifras de IMACEC e inflación.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que ello resulta interesante, porque más allá de la cifra de inflación a la baja, que a todos ha sorprendido y especialmente al mercado, la lectura que se hace de la cifra de IMACEC es que ella es bastante positiva, dentro de lo que se podría haber esperado o de las perspectivas que había. Señala que el movimiento en la curva de *forward* no se produce justo después de la RPM, sino que después de haberse conocido el IMACEC. Agrega que después de ello, habría pensado que no se produciría una

corrección de las tasas a la baja tan significativa como para sostener que el escenario futuro se vislumbra tan negativo, que determinará que las tasas efectivamente permanezcan muy bajas. En razón de lo expuesto, manifiesta que le llama la atención que las cifras hayan sido interpretadas como que efectivamente las tasas se corrigen 50 ó 60 puntos hacia abajo.

El Gerente de División señor García afirma que ello sí se puede interpretar, porque la visión del mercado respecto de la actividad suponía algún dato como el que se tuvo en junio, o sea, que el escenario de actividad de consenso nunca fue peor que -1,5%. La percepción del mercado quizás era implícitamente mejor por el lado de las proyecciones que la que el Banco tenía el mes pasado, razón por la cual la cifra del IMACEC nos ha sorprendido, concluye.

Antes de proseguir, el señor Vicepresidente comenta que los analistas ya hablan de perspectivas de crecimiento para el próximo año superiores a 3%, de entre 4 y 5%. Lo anterior se funda en información reciente sobre un cambio significativamente importante en las últimas tres semanas.

El Gerente de Mercados Financieros Nacionales, señor Matías Bernier, a propósito de las compensaciones inflacionarias *forward*, advierte que hay que tener cierto cuidado, porque las compensaciones de más corto plazo que se muestran al alza son las de los *swaps*, mercado que hoy día ha sido prácticamente invalidado por los agentes. Indica que si se revisa el gráfico de la "uno en uno" de los bonos, que tiene una mirada bastante distinta, se puede observar que, de hecho, la compensación ha caído -1%, con una pendiente bastante pronunciada respecto de la *swap*, que dice que sube, tema que él advierte que relativiza el título, lo que no significa que el mercado de manera unánime esté esperando que la inflación vaya subiendo, más bien todo lo contrario.

Para finalizar, el Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, comenta que la gran mayoría de los analistas no prevé cambios en la TPM en los próximos meses y que ha aumentado la incertidumbre respecto de su trayectoria a mediano plazo.

El Presidente agradece la presentación del señor Claudio Soto y señala que, por expresa solicitud del señor Ministro de Hacienda, la sesión de la tarde comenzará a las 16:15 horas.

Siendo las 16:15 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 141, y 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 Gerente señor Pablo García, comienza a dar lectura a las Opciones, informando, en primer término, que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó reducir la tasa de interés de política monetaria hasta 0,5% anual, señalando que se mantendría en ese nivel mínimo por un tiempo prolongado, y que, a fin de reforzar esta decisión y alinear los precios de los activos financieros, adoptó, además, una serie de medidas complementarias de política monetaria.

A continuación, el señor Pablo García da cuenta de las principales noticias desde la última Reunión, mencionando, en primer término, que las perspectivas de crecimiento global han seguido mostrando que el deterioro se modera, ya que, a diferencia del mes pasado, cuando se percibía un flujo en los mercados financieros, en las semanas recientes han vuelto las perspectivas más alentadoras a los mercados internacionales.

Hace presente que el mayor apetito por riesgo se ha reflejado en el repunte de las bolsas, en el aumento en las tasas libres de riesgo, en la sistemática disminución de los diversos indicadores de riesgo financiero y crediticio, en los mayores precios de los productos básicos y, en general, en una mayor debilidad del dólar. Este mejor clima no ha generado, en todo caso, un cambio relevante en la instancia de política monetaria en el mundo desarrollado. En Chile, añade, el peso no ha experimentado una apreciación adicional.

A nivel local, manifiesta que las noticias de actividad han llevado a revisar al alza las perspectivas de crecimiento para el segundo y tercer trimestres. Por el lado de la demanda final, plantea que esto ha tenido como contrapartida una mayor demanda por consumo, inversión en maquinaria y exportaciones, mientras se estima que persiste una fuerte desacumulación de existencias. Complementa que la evidencia indirecta sugiere que esto último podría estar teniendo componentes no deseados, a diferencia de lo ocurrido a fines del año pasado y principios de este.

En cuanto a la inflación total, indica que la de julio estuvo en torno a lo previsto en la última RPM, pero con menores registros subyacentes, principalmente por la caída del precio del vestuario y de ítems de consumo duradero. Explica que es por ello que la revisión de los perfiles de inflación subyacente lleva a corregir nuevamente la proyección de inflación de corto plazo en torno a medio punto porcentual, agregando que las medidas de expectativas de inflación consideran perspectivas similares a las contempladas internamente.

El señor García reporta, además, que varias tasas de interés de mercado, particularmente las de consumo y comerciales a plazos más cortos, continuaron descendiendo, mientras que las tasas en operaciones a plazos más largos, incluyendo las tasas hipotecarias, se mantuvieron estables o mostraron aumentos. Los *spreads* de colocación sobre captación, en tanto, han tendido a volver a los niveles de un año atrás y el volumen de crédito ha mostrado una sostenida desaceleración, pero con bastante diversidad en el comportamiento del Banco Estado respecto del resto del sistema.

Por último, señala que luego de las decisiones adoptadas en ese momento, la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria (TPM) implícita en los precios de activos tuvo una reducción relevante, principalmente en el tramo de hasta dos o tres años.

Finalizado dicho reporte, el señor García expone las Opciones de la presente Reunión, recordando que en la Reunión pasada la medida de política monetaria se complementó con medidas adicionales de política monetaria para reforzar la decisión y, debido a que las decisiones de entonces no tenían implícita una estrategia esperada de relajamiento monetario posterior, los antecedentes centrales para la decisión en esta oportunidad son dos: primeramente, la evaluación que se haga respecto de las noticias coyunturales sobre las perspectivas de mediano plazo e inflación; y, en segundo lugar, la evaluación de las condiciones financieras y crediticias luego de las medidas del mes pasado. Dado estos dos antecedentes, indica que se considera que las opciones más plausibles para esta Reunión son la mantención de la actual instancia de política monetaria o su eventual ampliación.

Respecto del primer antecedente, el Gerente de División Estudios menciona que las noticias coyunturales apuntan en direcciones diversas. Explica que, por un lado, los antecedentes de actividad y demanda han sido claramente algo mejores que lo anticipado, que ellos siguen mostrando una detención del deterioro e, incluso, un repunte de algunos indicadores de consumo e inversión. Aunque ello no es una condición suficiente para plantear

un escenario, similar, por ejemplo, al del *Informe de Política Monetaria (IPoM)*, afirma que sí es claro que el segundo trimestre habría marcado un punto de inflexión en la expansión de la actividad. En el caso de la demanda, manifiesta que, a pesar de que existen aspectos específicos que explican algunas cifras con repuntes relevantes, como las importaciones de maquinaria y equipo, sí se aprecia desde hace algunos meses un mayor nivel en componentes de la demanda final, como la venta de viviendas y las compras durables. A su vez, aunque las cifras de desempleo se han mantenido elevadas, señala que la caída de la ocupación también parece estar moderándose.

Por otro lado, el señor Pablo García hace presente que la información de precios sigue dando cuenta de un entorno de presiones de precios contenidas. Al respecto, indica que aunque los salarios nominales no han mostrado por ahora una desaceleración relevante, sí se aprecia que las medidas subyacentes de inflación muestran cifras reducidas. Asimismo, expresa que aunque algunos ítems, como el vestuario, han tenido comportamientos notorios, este débil comportamiento de los precios es un fenómeno bastante extendido en el IPC.

En relación con el segundo antecedente, el Gerente de División de Estudios manifiesta que es pertinente que las condiciones financieras y crediticias vigentes hoy sean analizadas desde varios ángulos. Por una parte, las expectativas sobre la trayectoria de la TPM han tenido una reducción del orden de 100 a 125 puntos base respecto de la RPM pasada a plazos de entre uno y dos años y que, como siempre, la evaluación de la coherencia entre esta trayectoria y el cumplimiento de la meta de inflación se podrá hacer con mayor detenimiento en el *IPoM* de septiembre.

El señor García plantea que, por otro lado, y por sobre la trayectoria esperada para la TPM, el riesgo financiero y crediticio afecta las condiciones, el acceso y el costo del crédito de los clientes del sistema. En este ámbito, señala que es aparente que diversos indicadores de riesgo de fondeo externo de la banca, de riesgo financiero global y de riesgo crediticio de la República han tenido significativas reducciones en los últimos meses. Ello, junto con el relajamiento de la política monetaria, ha contribuido a reducir las tasas de colocación desde principios de año. Sin embargo, sostiene que, por otro lado, la materialización de mayores niveles de riesgo de crédito local asociados al ciclo económico, junto con un entorno global de reducción de la exposición crediticia a clientes más riesgosos, ha redundado en que las primas presenten cierta fricción a reducirse en algunos segmentos, y que las condiciones de acceso y los estándares de otorgamiento sean más restrictivos que hace algunos años. Al respecto, declara que es difícil evaluar, en general, si estas tendencias responden a la dinámica normal del ciclo de crédito o si hay alguna anomalía.

Al proseguir con la presentación de las Opciones, el Gerente de División precisa que las acciones concretas de política monetaria, sean para mantener la instancia actual o para aumentarla, deben evaluarse desde varios ángulos, debido a que la TPM está en su nivel mínimo. Con respecto a la implementación de la decisión de mantener la instancia actual, manifiesta que ello sería coherente con continuar operando con la Facilidad de Liquidez a Plazo en los lapsos ya anunciados. Una reducción de estos lapsos sería coherente con una reducción del estímulo monetario y no con su mantención, lo que no parece estar dentro de las opciones de política monetaria congruentes con el escenario macroeconómico actual. Además, advierte, constituiría una decisión difícil de explicar, dada la evaluación que se tiene de los riesgos para la inflación y la comunicación de que el nivel mínimo de la TPM se mantendrá por un tiempo prolongado.

Con respecto a posibles medidas para incrementar el estímulo monetario, el señor Pablo García estima que estas pueden darse de varias formas. Por ejemplo, una ampliación de los plazos en los que se realizan las medidas complementarias de política, implementando la FLAP a plazos mayores de seis meses, pero no necesariamente al mismo nivel que la TPM actual o con la frecuencia semanal con que se realiza esta operación hoy en día. Otro ejemplo sería ejecutar un programa de recompra de papeles del Banco Central a plazos de dos años o más. Finalmente, menciona que no se pueden descartar medidas de intervención cambiaria si se materializa una situación excepcional en dicho mercado.

El señor García sostiene que, en caso de que se requiera, la selección de instrumentos para implementar una política monetaria más estimulativa que la actual debe equilibrar cuidadosamente la precisión de la señal de tasas que se desee entregar al mercado con la conveniencia de mantener grados de flexibilidad suficientes, así como ser coherentes con el esquema de metas de inflación y de flexibilidad cambiaria. Asimismo, añade, la calibración de eventuales medidas adicionales debe considerar, como es habitual en política monetaria, la ocurrencia de escenarios alternativos de desalineamiento de las expectativas de inflación, los que pueden ser muy costosos para la economía.

Como es habitual, manifiesta que hay aspectos tácticos que son relevantes en la decisión de hoy. En primer término, informa que el mercado no espera de forma generalizada que se adopten nuevas medidas complementarias de política monetaria, tomando en cuenta que mantener la vigencia de la FLAP a 180 días es coherente con mantener el estímulo monetario. Por otro lado, indica que el conjunto de medidas complementarias posibles, mencionadas en la presente minuta, no se aleja del tipo de opciones que diversos analistas han considerado, por lo que la adopción de medidas adicionales no sería totalmente sorpresiva.

Finalmente, el señor Gerente de División de Estudios señala que se debe tomar en cuenta que las medidas adoptadas en la Reunión pasada no tenían contemplado un sesgo explícito, en el sentido de que se profundizarían en reuniones posteriores. Es posible, además, que parte de las primas por riesgo implícitas hoy en la intermediación crediticia esté influida por la genuina incertidumbre macroeconómica de los últimos meses, y que parte de esta incertidumbre puede vincularse con expectativas de nuevas medidas de política monetaria. En su opinión, estas consideraciones, además del hecho de que en poco tiempo más se elaborará el *IPoM* de septiembre y se podrá comunicar de manera más precisa el rumbo de la política monetaria, deben sopesarse con la eventual necesidad de implementar medidas estimulativas adicionales en esta ocasión. En términos comunicacionales, menciona que también es posible incorporar en el comunicado la posibilidad de medidas estimulativas adicionales, en caso de que se perciba que la inflación se mantendrá baja por un período excesivamente prolongado.

Concluida la presentación de las Opciones por parte del Gerente de División de Estudios, el Presidente De Gregorio ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de Investigación Económica, señor Luís Felipe Céspedes, señala que, respecto del ajuste de las curvas *forward* en las últimas semanas, en la Reunión pasada el Banco adoptó una serie de medidas que apuntaban a incrementar el impulso monetario. Sobre la base de la evolución de la curva *forward*, indica que de lo observado en los días siguientes a dicha Reunión se desprende que esas medidas alcanzaron un efecto menor que el esperado. Agrega que lo que sí generó un cambio significativo en dicha curva fueron los recientes datos macroeconómicos, en particular el dato de menor inflación que el esperado. Ahora bien, plantea que ello permitiría argumentar que, independientemente de la causa de esta caída de la curva

forward, su caída es una buena noticia, ya que era precisamente lo que se buscaba lograr. Sin embargo, advierte que hay que tener cuidado con esta conclusión, toda vez que dicha caída puede estar siendo generada por un descenso en las expectativas de inflación a todos los plazos, esto es, que la tasa real implícita en dicha trayectoria podría no haber sufrido cambio alguno y, por lo tanto, tampoco el impulso macroeconómico. Al respecto, añade que los datos entregados durante la mañana por el Gerente de Análisis Internacional apuntan en esta dirección.

Respecto de la evolución marginal del impulso monetario requerido a la luz de las cifras más recientes, el señor Céspedes hace presente que el hecho de que la tasa de interés de política esté en su mínimo posible no implica que la lógica de Taylor no se aplique. Diferenciales de inflación respecto de la meta y la brecha de producto siguen siendo una buena forma de evaluar en qué dirección habría sido el movimiento marginal subjetivo para la TPM en esta RPM. Qué nos dicen los datos, se pregunta. Respecto de la RPM pasada, indica que se tiene menos inflación y similares brechas. En efecto, señala que la inflación anual promedio proyectada para los próximos cinco meses sería 0,6% menor que la esperada en la RPM pasada.

En relación con las brechas de producto, el Gerente de Investigación Económica sostiene que los antecedentes discutidos durante la mañana apuntan a una mantención de brechas respecto del mes anterior. En consecuencia, el movimiento marginal de la TPM que se deduciría de una regla de *Taylor* sería a la baja y de forma significativa. Agrega que, dado que se está en el nivel posible para la TPM, los nuevos antecedentes apuntarían a que la tasa de política monetaria se tendría que mantener por un período mayor que el previsto.

En cuanto a los riesgos que se enfrentan, plantea que, sin lugar a dudas, el ejercicio anterior no consideraba los riesgos y cambios de otras condiciones, tales como los *spreads*, que pueden afectar significativamente la trayectoria de la TPM. Sobre los riesgos de una aceleración de la inflación, el señor Céspedes cree pertinente señalar que las aceleraciones o caídas dramáticas en el ritmo inflacionario han estado asociadas a *shocks* de oferta o cambios radicales en las expectativas de crecimiento futuro. Asumiendo que la probabilidad para este escenario de mayor expansión inflacionaria producto de *shocks* de oferta y una reversión más rápida de las expectativas negativas es mayor que la probabilidad de un escenario de deflación, cosa que, en su opinión, no es el caso, la conclusión de política monetaria no es trivial. Añade que las dinámicas de la economía en un escenario de mayor persistencia de tasas de inflación negativas o deflación son ciertamente mucho menos favorables que en el escenario de mayor inflación. Este último, afirma, es el tipo de escenario con los cuales un banco central está acostumbrado a lidiar y es el tipo de escenario del cual se tiene mayor conocimiento de sus dinámicas y mecanismos de transmisión. Por esta razón, no obstante su probabilidad de ocurrencia es baja, pero su costo es tremendo, es que el Banco debe permanecer muy atento e implementar acciones adicionales de política monetaria frente a mayores presiones deflacionarias, sea cual sea su fuente y considerando la fuente misma de la presión deflacionaria en la elección del instrumento.

Sobre las expectativas de recuperación y la decisión de política del día de hoy, el Gerente de Investigación Económica estima que las incipientes mejores expectativas respecto de la evolución de la economía en el futuro es, sin lugar a dudas, algo positivo. Destaca que el actual ciclo económico ha estado fuertemente influenciado por las expectativas, afirma, por lo que la clave de la presente decisión de política monetaria, lo que incluye la decisión respecto de las FLAP o medidas adicionales y el comunicado mismo, es combinar adecuadamente las necesidades de trasmitir el compromiso con un impulso macroeconómico mayor, sin afectar las

potencialmente frágiles expectativas de los agentes respecto de la marcha futura de la economía. En su opinión, dicho mensaje debe anclarse en la no existencia de presiones inflacionarias en el corto plazo y, por lo tanto, en el mayor espacio para señalizar una mayor expansibilidad de la política monetaria a la implícita hoy en el mercado.

El Presidente agradece la intervención del Gerente de Investigación Económica y concede la palabra al Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco.

En primer término, el señor Ministro de Hacienda señala que, dada la importancia de la decisión adoptada recientemente de incorporar elementos no convencionales a la TPM, desea hacer una sugerencia, que dice relación con la necesidad de contar con una evaluación más explícita sobre la efectividad de las medidas no convencionales adoptadas en la Reunión de Política Monetaria pasada, como antecedente para la decisión del Consejo, la que podría conocerse en la sesión de la mañana de la próxima Reunión, ser incorporada en la minuta o discutirse en alguna otra oportunidad. Explica que, atendida la importancia de la decisión de añadirle estos elementos no convencionales a la política monetaria, decisión que dice haber compartido en su momento y seguir compartiendo, sería del todo conveniente saber la efectividad de estas medidas, porque no está claro si la reacción en las tasas ha sido una reacción al cambio de política o a los datos más recientes. Manifiesta que no tiene una convicción al respecto, razón por la cual le habría gustado escuchar en detalle la postura del *staff* o lo que los presentes postulan al respecto, para haberse podido formar una opinión más clara en cuanto a si las medidas cuantitativas o heterodoxas han tenido la efectividad esperada.

Respecto de los datos recientes, el señor Velasco cree que hay dos asuntos que saltan a la vista: el primero de ellos es el hecho no totalmente inédito, porque ya se preveía, pero que ahora se profundiza, que durante varios meses la inflación acumulada en los doce meses previos va a ser negativa. Plantea que eso por sí solo no es un argumento para alterar el curso de la política monetaria, porque se sabe que esta no opera en horizontes tan cortos. Sin embargo, indica que el impacto de dicha situación sobre las expectativas de inflación o las expectativas de deflación tiene pocos o ningún precedente, por lo que constituye un asunto que sí resulta relevante para esta decisión. Agrega que también resulta relevante para decisiones futuras el impacto que varios meses seguidos de deflación en doce meses pueda tener para el debate público. El segundo dato que salta a la vista es el grado en el cual la curva continúa con una pendiente muy alta, por lo que considera que corresponde hacerse la pregunta de si el problema es de liquidez, que se resuelve con medidas exclusivamente de liquidez, o si este tiene que ver con la subsistencia de un premio por riesgo en horizontes más largos excesivamente alto, dado los remanentes de alta aversión al riesgo por parte de los participantes del mercado, que todavía no son triviales. Expresa que si lo segundo fuese cierto, entonces a las medidas de liquidez habría que añadirle la consideración activa de medidas que operan en horizontes de más largo plazo, incluyendo la potencial recompra de papeles, no solamente a horizontes bajo dos años, sino potencialmente a horizontes mayores a dicho plazo.

En razón de lo expuesto, el señor Ministro de Hacienda señala que la decisión de hoy se remite a si se profundiza o no, o si se extienden o no los plazos de las medidas de liquidez adoptadas recientemente. Al respecto, estima que si a esa decisión se le aplica el clásico razonamiento de cuál es el riesgo de equivocarse en una dirección u otra, sería conveniente enviar la señal, ya sea en las medidas mismas o en el comunicado, de la voluntad de la política monetaria de mantener la tasa de interés en niveles bajos, de modo que esto se refleje en la estructura de la curva y en el costo efectivo.

El Presidente agradece los comentarios del señor Velasco y da paso a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que los datos recientes van conformando, a grandes rasgos, un perfil de actividad en el que se observa cierta estabilidad y con expectativas de recuperación durante el segundo semestre. Agrega que los datos coyunturales en la punta son satisfactorios, tanto porque las cifras reales muestran signos positivos, como porque se consolida una consistente mejora en las expectativas, que fue identificada en su momento como una de las principales causas de la contracción de la actividad entre los meses de octubre y abril. Sin embargo, en su opinión, estas cifras deben ser tomadas con cautela y habrá que esperar cifras futuras para confirmar si se está frente a un quiebre en la tendencia. Indica que algo similar ocurre en el escenario internacional, donde las cifras también comienzan a dar cuenta de un cambio en las expectativas y de una incipiente recuperación o estabilización de las economías. El Consejero añade que los precios de los activos por varias semanas son coherentes con lo señalado.

Por el lado de la inflación, el Consejero señor Claro sostiene que los datos del mes de julio sorprendieron nuevamente a la baja, lo que confirma las presiones, en especial, en el corto plazo. A mediano plazo, en tanto, las diferentes medidas de expectativas de inflación —con mucha amplitud entre ellas— dan cuenta de un panorama de estabilidad en torno a 3% en un horizonte de dos años.

El señor Sebastián Claro plantea que el mercado financiero doméstico funciona adecuadamente y que la principal inquietud que motivó la implementación de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), que eran los altos *spreads* en las tasas de corto plazo, se han corregido. Afirma que las tasas de los papeles del Banco Central y las tasas de captación de la banca, especialmente en el tramo corto, han tenido caídas sustanciales, mientras que las tasas de largo plazo, tanto en pesos como en UF, continúan en niveles bastante bajos y no se observan comportamientos anómalos en el mercado de renta fija. En relación con el tipo de cambio, señala que este se ha mantenido relativamente estable en el período, en niveles que razonablemente podrían ser calificados como de equilibrio. En este sentido, el señor Consejero considera que la principal novedad es que el panorama tiende a estabilizarse en niveles similares a los esperados y consistentes con el impulso monetario actual.

A juicio del Consejero señor Claro, la principal señal que se debe entregar es de tranquilidad y normalidad, y que, dada la alta incertidumbre, es importante recalcar el mensaje que las tasas se mantendrán bajas por un tiempo prolongado.

En razón de lo expuesto, el señor Sebastián Claro vota por mantener la TPM en 50 puntos base y mantener la FLAP en sus condiciones actuales.

Finalmente, el Consejero señor Sebastián Claro hace presente que existe un tema sobre el cual desea llamar la atención por la alta incertidumbre que involucra: la evolución de los *commodities*, en particular del petróleo y el cobre. Según el señor Claro, sus niveles dan cuenta de una demanda mundial activa, lo que plantea varias inquietudes respecto de su evolución en el futuro, una vez que la actividad mundial retome una senda más fuerte, tanto por su impacto inflacionario directo como por su impacto cambiario.

A continuación, es el turno del Consejero señor Enrique Marshall, quien comienza su exposición agradeciendo al *staff por* el apoyo brindado.

El señor Marshall indica que las noticias del último mes han configurado un panorama algo más favorable que el visualizado en la última Reunión. En el frente externo, las cifras de actividad comienzan a entregar señales de estabilización, mientras las perspectivas de crecimiento se revisan marginalmente al alza. Los mercados financieros denotan una mayor confianza por parte de los inversionistas, lo que se traduce en movimientos alcistas en las bolsas y en una reducción de las primas de riesgo. Los precios de los recursos naturales vuelven a subir como resultado de mejores perspectivas en adelante, y el del cobre lo hace con particular intensidad, alcanzando niveles bastante elevados.

Sin embargo, a juicio del Consejero señor Marshall, la economía mundial sigue en una condición de debilidad y deterioro, que no ha cambiado sustancialmente, ya que persisten problemas no resueltos y los riesgos, si bien se han acotado, siguen siendo más bien altos.

En el frente interno, señala que las noticias del último mes también han sido alentadoras, sin perjuicio de reconocer que las condiciones generales continúan marcadas por la fuerte contracción de la demanda que se desencadenó a partir del cuarto trimestre del año pasado.

En cuanto a las tasas de interés, el señor Enrique Marshall manifiesta que estas han bajado respecto de los altos niveles alcanzados a fines del año pasado, pero que, en su opinión, la política monetaria parece haber encontrado algunos escollos o trabas para ejercer todo el estímulo requerido en estas circunstancias: en primer término, porque el riesgo de crédito percibido por los bancos, determinado por consideraciones de corto más que de mediano o largo plazo, ha puesto limitaciones al descenso de las tasas activas; en segundo lugar, porque en algunos segmentos, como el de los créditos de consumo, las tasas activas están afectadas por costos o márgenes de intermediación altos y, además, se han mostrado insensibles a la política monetaria; y, por último, porque la demanda de crédito, especialmente de parte de los hogares, sigue muy contenida por factores de confianza y expectativas.

Al continuar con su votación, el señor Marshall se refiere a las cifras recientes de demanda y actividad, que han sido en general auspiciosas, mencionando que el último IMACEC, si bien dio cuenta de una significativa caída en doce meses, mostró un repunte no despreciable del mes anterior y que, luego, varios indicadores de demanda han entregado señales, algunas todavía incipientes, de cambio de tendencia y recuperación. Con ello, las perspectivas de una mejora en el segundo semestre se han reafirmado, lo que sigue sustentado principalmente en la evolución de los índices de confianza, en las políticas expansivas en curso y en la gradual recuperación de la economía mundial.

Congruente con lo anterior, expresa que las proyecciones del sector privado para este año se han estabilizado, después de muchos meses en que mostraron ajustes a la baja, y que, con todo, la trayectoria de la actividad en la primera parte del año llevaría, en el escenario más probable, a un crecimiento anual por debajo del rango proyectado en el último *IPoM*.

El Consejero señor Marshall añade que si bien el mercado laboral está reflejando las condiciones del ciclo, las remuneraciones se están ajustando con bastante lentitud.

En relación con la inflación, el señor Consejero afirma que ella ha seguido descendiendo, incluso con mayor rapidez e intensidad que lo esperado, y que lo mismo se puede decir de la inflación subyacente. En los próximos meses, la inflación anual entraría transitoriamente en territorio negativo y, en el escenario más probable, cerraría el año con una variación levemente por debajo de cero, panorama de corto plazo que, por lo demás, es compartido por el mercado. Sobre la evolución de la inflación más allá de ese horizonte, señala que persiste algún grado de incertidumbre y que las visiones no son completamente coincidentes.

En resumen, en opinión del señor Enrique Marshall, el cuadro macro ha evolucionado bastante en línea con lo anticipado y, por lo mismo, sigue requiriendo de un fuerte estímulo monetario. Agrega que las acciones de política adoptadas en la última Reunión se han validado y lo que corresponde en esta oportunidad es reafirmarlas, lo que comprende tanto la decisión para la TPM como las acciones complementarias.

El señor Consejero no descarta la posibilidad de introducir nuevas medidas, especialmente si apuntan a perfeccionar o ampliar las ya implementadas, y que en esa línea estaría, por ejemplo, la extensión hasta un año del plazo para las operaciones que se efectúan en el marco de la FLAP. Sin embargo, manifiesta que se inclina por no innovar en esta Reunión. Considera que, en lo fundamental, se han desplegado las acciones requeridas para un escenario como el que se está enfrentando y que, por lo demás, los efectos perseguidos con las medidas adoptadas se están materializando.

Agrega que también le parece conveniente contar con una adecuada evaluación sobre los efectos de las medidas actualmente en aplicación, antes de introducir ajustes o cambios, pero que ello supone necesariamente cierta perspectiva temporal.

En opinión del Consejero señor Marshall, la consideración y evaluación de nuevas medidas debería darse conjuntamente con la revisión del escenario base, a partir de un nuevo ejercicio de proyecciones, lo que ocurrirá con motivo de la preparación del próximo *IPoM*.

En estos momentos, plantea, el principal desafío es lograr un adecuado traspaso de las nuevas condiciones monetarias a los clientes. Parte de la tarea ha sido hecha, como lo demuestran las cifras, pero queda otra parte por hacer. Para que este proceso continúe, indica que es clave generar condiciones para que los riesgos y las incertidumbres percibidos por los bancos disminuyan. Al respecto, las medidas contenidas en la Iniciativa Pro Crédito anunciada por el Ministerio de Hacienda en marzo pasado hicieron una valiosa contribución en ese sentido.

El señor Marshall estima que en el cuadro que se enfrenta, mucho ayudaría si el riesgo de crédito de las nuevas operaciones es evaluado con el correcto horizonte temporal, que, por cierto, va más allá del muy corto plazo, y que también parece importante reducir la preocupación por cambios normativos o de reglas de juego que podrían tener impacto sobre los márgenes de intermediación y los resultados durante esta fase del ciclo.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50%, junto con reafirmar las acciones de política adoptadas en la última reunión.

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, inicia su intervención indicando que la decisión de la presente Reunión se enmarca en un contexto en que la crisis financiera global pareciera estar enfrentando un punto de inflexión. Al respecto, señala que las últimas tres semanas han estado marcadas por una serie de indicadores que sugieren que la crisis habría topado fondo, ya que en los Estados Unidos de Norteamérica los indicadores del mercado laboral, producción industrial, consumo y venta de viviendas apuntan a que estaría teniendo lugar una recuperación sincronizada de la actividad, y las cifras de actividad de Europa en el segundo trimestre también han sido mejores a lo esperado, a lo que se suma una estabilización de la caída de inventarios y de la inversión en capital fijo y una recuperación de las exportaciones. En Asia, en tanto, la recuperación sigue su curso, estimándose que Asia emergente habría crecido a una tasa superior al 10% anualizado en el segundo trimestre. En consecuencia, el cuadro que surge de estos antecedentes es el de una recuperación más rápida y coordinada que la que está implícita en las proyecciones de consenso.

El señor Desormeaux sostiene que este cambio de sentimiento se ha visto reflejado en un repunte de los mercados accionarios, en aumentos de las tasas de interés de largo plazo y de los precios de los productos básicos, así como en una depreciación del dólar de los Estados Unidos a medida que aumenta el apetito por riesgo.

En el plano interno, agrega, también comienza a vislumbrarse un punto de inflexión, lo se ha visto reflejado en mejores perspectivas de crecimiento para el segundo semestre de 2009 y para el año 2010.

En cuanto a la demanda, el señor Vicepresidente menciona que una serie de indicadores parciales de consumo, importaciones de maquinarias y equipos, y exportaciones apuntan a un quiebre de tendencia.

En el plano inflacionario, continúa, la información de julio no trajo sorpresas, aun cuando los registros subyacentes estuvieron por debajo de lo previsto, y se prevé que se observarán tasas de inflación anual negativas durante los próximos meses. Pese a ello, las expectativas de inflación futura no han registrado cambios relevantes.

A juicio del señor Jorge Desormeaux, otro desarrollo significativo ha sido la reacción de los mercados financieros a las medidas adoptadas en la Reunión de Política Monetaria de julio, en particular a las medidas complementarias de política monetaria. Al respecto, indica que se ha observado que las tasas de colocación para créditos de consumo y comerciales han continuado descendiendo, en tanto que aquellas correspondientes a operaciones hipotecarias se han mantenido esencialmente estables. Sin embargo, agrega, los volúmenes de crédito siguen mostrando una desaceleración, tanto por mayores restricciones de oferta como por una contracción de la demanda.

Por ultimo, hace presente que las expectativas sobre la trayectoria futura de la tasa de política monetaria han observado una reducción de 100 a 125 puntos base en relación al mes pasado en el tramo de uno a dos años.

Frente a este panorama, en que la crisis entra en un punto de inflexión tanto en el plano externo como interno, el señor Vicepresidente estima que una opción natural es la de esperar, de modo de tener más tiempo para evaluar el cambio del entorno macroeconómico, así como los efectos de las medidas que ya han sido adoptadas. Ello, agrega, adquiere más sentido si se considera que la elaboración del *Informe de Política Monetaria* de septiembre, que

se inicia dentro de pocos días, dará una oportunidad para evaluar con mayor precisión el impacto que tendrán todos estos elementos sobre la inflación proyectada. De acuerdo con esta lógica, entonces, el momento más adecuado para introducir cambios al estímulo monetario vigente, en caso de ser ello necesario para asegurar la convergencia inflacionaria, sería la Reunión de Política Monetaria de septiembre.

El señor Desormeaux señala que la opción de ampliar el estímulo monetario, sea a través de extender la línea de crédito a plazo (FLAP) a períodos superiores a seis meses, a través de programas de recompra de papeles del Banco Central a plazos de dos años o más, u otras iniciativas, como una intervención cambiaria, podría justificarse en caso que se juzgue que el nesgo de equivocarse al ampliar el estímulo monetario con la información que se dispone a la fecha es reducido. En todo caso, añade, dicho riesgo será menor en 30 días más, cuando se cuente con la información del *IPoM*. En cambio, si se juzga que el riesgo de sobre estimular la economía y terminar con una inflación superior a 3% en un plazo de 24 meses como resultado de una ampliación juiciosa del estímulo monetario es reducido, esta alternativa permitiría ganar algo de tiempo y garantizar una convergencia más temprana de la inflación a la meta. Desde esta perspectiva, al señor Vicepresidente le parece que la alternativa menos riesgosa a la hora de ampliar el estímulo monetario vigente, en espera de la información que entregará el próximo *IPoM*, es la de ampliar el programa de recompra de papeles del Banco Central a plazos de dos años o más.

El señor Jorge Desormeaux declara que, en esta ocasión, no considera conveniente la extensión de la línea de crédito a plazo a períodos superiores a 6 meses, como tampoco una intervención en el mercado cambiario, sin perjuicio que en otras circunstancias ello pueda ser recomendable.

En razón de lo expuesto, el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, vota a favor de mantener la TPM en su nivel actual de 0,50% y manifiesta estar disponible para sumarse a una decisión en favor de una ampliación del estímulo monetario, a través de una recompra de papeles del Banco Central a plazos de dos años o más, si esta se materializa.

El Presidente, señor José De Gregorio, plantea que las noticias de actividad económica muestran que, con algún rezago al proyectado en el escenario base del último *IPoM*, la caída de la actividad se habría detenido, que se aprecia una recuperación en el margen y que esta debería ir tomando más fuerza en este tercer trimestre, aunque la velocidad es aún incierta. Hace presente que existe un conjunto de indicadores parciales en la construcción y el comercio, por ejemplo, que avalan el inicio de la fase de crecimiento.

El señor De Gregorio expresa que lo anterior se da en un contexto internacional en el cual la caída de los niveles se estabilizó y se estaría pronto a iniciar una recuperación. Esta última, agrega, debiera ser sostenida en los próximos dos años, aunque con tasas de crecimiento menores a las registradas antes de la crisis financiera global. Una evidencia a este respecto, y con importantes implicancias para la economía chilena, es el alza que han experimentado los *commodities*, en particular en los días más recientes. Lo anterior, indica, se reafirma por el hecho que la reducción de las proyecciones de crecimiento de Chile y de la mayoría de los países del mundo, que desde fines del año pasado se venían corrigiendo sistemáticamente a la baja, han detenido su deterioro. Con todo, sostiene que el panorama es aún riesgoso y no es posible descartar nuevas dificultades o períodos de volatilidad en el ambiente externo.

En el ámbito inflacionario, el Presidente menciona que las noticias más recientes, que sorprendieron a la baja, indican que las presiones de precios se mantienen muy contenidas y que las perspectivas de mercado de corto plazo estiman, incluso, que la inflación en 12 meses será negativa a fines de este año. En todo caso, las expectativas en el horizonte de política de dos años se encuentran estables en torno a la meta. Para que ello sea así, el Presidente estima que es necesario conducir la política monetaria coherente con la meta.

Las perspectivas de mediano plazo, explica, están bien contenidas y, si bien el alza de los precios de *commodities* podría resultar en algún aumento de la inflación, la desviación actual de la meta, así como las brechas de actividad, no dan indicios de riesgos significativos a un alza indeseada de la inflación. Por el contrario, señala, todo indica que la política monetaria deberá mantenerse muy expansiva para que la inflación vuelva a la meta. Destaca que eso es lo que el Banco Central de Chile ha estado haciendo, en particular, dado que al llegar la TPM a su nivel mínimo, se ha señalado que lo más probable es que dicha tasa se mantenga en niveles muy bajos por un tiempo muy prolongado. Manifiesta que ello fue reforzado el mes pasado con medidas complementarias, por la vía de otorgar liquidez por un plazo de hasta seis meses al nivel de la TPM, medida que se adoptó para alinear los precios de los activos financieros con las perspectivas de una tasa de política monetaria en su mínimo. Plantea que este objetivo se ha estado logrando, por cuanto se ha visto una importante caída en la curva de retorno, en particular en los tramos de hasta dos años, pero también en todos los papeles nominales, lo cual debiera permitir relajar las condiciones financieras por la vía de reducciones adicionales en el costo del crédito, el que se debería reducir, además, en la medida que las primas por riesgo vayan descendiendo conforme se disipe la incertidumbre, y permitir una expansión de la oferta de crédito.

El señor De Gregorio señala que todo lo anterior confirma la percepción al interior del Banco de que la tasa debe mantenerse en su nivel mínimo y que se debe insistir en que ella permanecerá en este nivel por un tiempo prolongado. A su juicio, esa es la estrategia que asegura que la inflación aumente gradualmente a un 3% en un horizonte de dos años. Al respecto, sostiene que hay un amplio espacio para la recuperación de la economía en el contexto de una política monetaria muy expansiva, por lo que no se puede descartar que las medidas complementarias de política monetaria puedan profundizarse en el futuro, en la medida que aumenten los riesgos de que la inflación se quede un tiempo excesivo bajo la meta, pero después de un período de siete meses de continuo relajamiento monetario, le parece prudente mantener la actual política monetaria, la que, en el escenario más probable, se mantendrá así por varios trimestres.

En vista de lo expuesto, el Presidente señor José De Gregorio vota por mantener la TPM en 0,5% y mantener las medidas implementadas durante el mes pasado.

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

142-01-090813 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y continuar aplicando las medidas complementarias de política monetaria adoptadas en la reunión anterior.

BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión Nº 142
Política Monetaria
13.08.2009 25.-

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y continuar aplicando las medidas complementarias de política monetaria adoptadas en la reunión anterior.

En el ámbito externo, los datos recientes muestran una estabilización de las perspectivas de crecimiento global para este año. Estas perspectivas han incidido en un mejor ambiente en los mercados financieros. Los precios de los productos básicos, en particular el del cobre, han aumentado.

En el plano interno, la información disponible para el segundo trimestre de este año indica que el debilitamiento de la actividad se habría detenido. Aunque el desempleo sigue aumentando, la ocupación ha tendido a estabilizarse. Las condiciones crediticias se mantienen estrechas, a pesar de las menores tasas de interés de colocación.

En julio, el conjunto de indicadores de inflación mostró reducidas presiones inflacionarias subyacentes. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos. Se prevén registros de inflación anual reducidos en los próximos trimestres. Las expectativas de inflación de mediano plazo se han mantenido estables.

El Consejo reitera que la TPM se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% por un período de tiempo prolongado y que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 143
celebrada el 8 de septiembre de 2009

En Santiago de Chile, a 8 de septiembre de 2009, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Desormeaux Jiménez, y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asisten también los señores:

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes;
Subsecretaría de Hacienda, doña María Olivia Recart Herrera;
Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Gerente de Estabilidad Financiera Subrogante, don Dalibor Eterovic Maggio;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministerio de Hacienda, don Igal Magendzo Weinberger;
Economista Sénior, doña Erika Arraño González;
Economista Sénior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesora de la Presidencia, doña Mariana García Schmidt; y la
Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria N° 143, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de marzo de 2010 para el día 18 de dicho mes.

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

El Gerente de Análisis Internacional indica, en primer término, que la actividad mundial experimenta una recuperación más bien generalizada y especialmente significativa en las economías emergentes. La situación de las economías desarrolladas, en cambio, es algo más heterogénea, ya que Japón registra un aumento importante, el Reino Unido un leve repunte y la Zona Euro algunas caídas, aunque bastante estabilizadas con respecto a los meses anteriores.

El señor Sergio Lehmann destaca que las exportaciones también han comenzado a dar cuenta de cifras positivas, algo más marcadas en el caso de las economías emergentes, particularmente en Brasil y República de Corea, mientras que entre las economías desarrolladas sobresale nuevamente el caso de Japón. Las exportaciones de Estados Unidos también registran aumentos relativamente importantes y las de la Zona Euro, en tanto, se han estabilizado.

El señor Lehmann señala que la confianza empresarial ha retornado a los niveles previos a septiembre de 2008, es decir, a los niveles observados antes de la agudización de la crisis. La confianza de los consumidores, agrega, si bien ha mejorado también, no lo ha hecho de manera homogénea, ya que en Corea, en la Zona Euro y Japón exhibe una recuperación muy significativa, mientras que en las economías desarrolladas se observa una situación algo más rezagada.

En materia de empleo, el señor Gerente de Análisis Internacional hace presente que los indicadores muestran que las cifras siguen siendo negativas en la mayoría de un conjunto de economías, aunque han tendido a atenuarse. La tasa de desempleo, que había registrado aumentos relativamente importantes en casi todas las economías reportadas, da cuenta ahora de una estabilización. Al respecto, subraya el caso de Brasil, donde la tasa de desempleo ha disminuido en los últimos meses por la implantación de políticas orientadas a estimular la creación de empleo, financiadas con un mayor gasto fiscal.

Al proseguir con su exposición, el señor Lehmann se refiere a un análisis efectuado hace aproximadamente dos años, cuando se trataba de determinar la posibilidad de que Estados Unidos estuviera entrando en una recesión, mencionando que el mismo estudio se está repitiendo ahora para conocer si dicha economía esté saliendo ya de esa condición. Dicho análisis, explica, se basa en un estudio de Leamer, que observa el comportamiento de la tasa de desempleo, el empleo no agrícola y la producción industrial, y define un umbral para cada una de estas variables. Estas variables, aclara, buscan replicar exactamente lo que el *NBER* trata de definir como la posibilidad de que la economía esté en recesión. Según este último, cuando la tasa de desempleo supera el umbral definido para ella, se entiende que la economía entra en una recesión y cuando esta vuelve a niveles bajo ese umbral o la tasa de empleo no agrícola supera su respectivo umbral, se entiende que la economía sale de la recesión. De acuerdo con ello, entonces, los últimos datos indicarían que, si bien todavía se está en una etapa de recesión, hay señales positivas, por cuanto se registra un quiebre en las tendencias que se habían mostrado en los meses anteriores. Luego, dependiendo de lo que ocurra en los próximos meses, y según la definición del *NBER*, se podría entender que la economía empieza a salir de la etapa recesiva una vez que las tres variables mencionadas crucen simultáneamente el umbral que define esta posibilidad de recesión.

El señor Gerente de Análisis Internacional informa a continuación que las cifras de crecimiento del segundo trimestre para un conjunto amplio de economías son menos negativas que las registradas en el primer trimestre y, en algunos casos, incluso positivas. Entre estas últimas, destaca particularmente Singapur; por el contrario, la cifra del Reino Unido es aun más negativa que lo que se anticipaba. El crecimiento mundial durante el segundo trimestre, en tanto, fue algo mayor que el esperado hace un mes atrás, como resultado de un crecimiento de China algo más dinámico que lo previsto y estimado también en el *WEO*. Al respecto, señala que se ha revisado en detalle lo que el *WEO* está planteando en materia de crecimiento para Estados Unidos, concluyéndose que las razones fundamentales de su visión más pesimista están asociadas a que el consumo es más débil que el *Consensus Forecasts*, y ella derivada, a su vez, de la visión del Fondo Monetario Internacional de que existe una necesidad de desapalancamiento algo mayor de parte de las familias, que es coherente con la preocupación de los déficit de cuenta corriente o desequilibrios globales. Añade que el segundo elemento que

explica ese pesimismo dice relación con la inversión, que también es más negativa que el *Consensus Forecasts*, debido a un sistema financiero que no opera de la manera que este último está estimando para el año 2010 y a las dificultades de financiamiento para el próximo año.

En materia de inflación, el señor Sergio Lehmann hace presente que los registros *spot* continúan cayendo, mientras que las expectativas se han estabilizado para el año 2010, salvo en Asia, donde han aumentado.

Respecto de los precios de las viviendas en Estados Unidos, el señor Lehmann menciona que el índice *Case-Shiller 10*, que es el que habitualmente se sigue para estos efectos, tuvo un registro positivo en el último mes, el cual fue leído con optimismo tras la importante caída que se verificó a partir del año 2006. Asimismo, explica que para completar el análisis, se revisó la evolución de los precios de las propiedades comerciales, la que da cuenta de un aumento algo más tardío que en el caso de las viviendas de familias, y que el último dato sigue siendo negativo, a diferencia de lo experimentado por los precios de las viviendas. En otras economías, en tanto, luego de registrarse caídas relativamente importantes, se observan algunas recuperaciones, particularmente en el caso del Reino Unido y Nueva Zelanda, pero, en general, las caídas de precios se han atenuado.

El señor Gerente, refiriéndose a las primas por liquidez, indica que han continuado disminuyendo, pero que aún no alcanzan los niveles previos a la crisis. Destaca particularmente la caída sostenida del *Spread Libor-OIS* a seis meses, no obstante lo cual también está aún muy por encima de los niveles precrisis. Al respecto, manifiesta que a pesar de que se podría entender que detrás de estas operaciones hay una suerte de garantía estatal derivada de los aportes de capital que ha hecho el Fisco en los principales bancos, los *spreads* siguen por encima de los registrados a inicios del año 2007. Asimismo, agrega que las primas por riesgo han continuado cayendo desde la última Reunión de Política Monetaria, subrayando que en el caso de aquellas a un mes están en niveles bastante similares a los observados antes de la crisis. Luego, respondiendo unas consultas de los Consejeros señores Manuel Marfán y Sebastián Claro, informa que, antes de la crisis, lo normal era que el premio entre la Libor y la Tasa de Política Monetaria fuera de 20 puntos base, aproximadamente.

A continuación, el señor Sergio Lehmann comenta que las pendientes de las curvas de rendimiento se muestran relativamente estables en la mayoría de las economías seleccionadas. Destaca el caso de Chile, que registra una menor pendiente, y el de Israel, cuya pendiente aumenta, fundamentalmente por el comienzo del retiro del estímulo monetario y, en menor medida, por su decisión de suspender las compras de bonos del gobierno.

Respecto de las paridades, el señor Lehmann señala que, en agosto, la mayoría de las monedas se apreciaron levemente respecto del dólar, tanto en términos nominales como reales.

Los mercados bursátiles, prosigue, registraron vaivenes durante el último mes y se mantienen relativamente estables luego de los aumentos experimentados en los últimos meses; de hecho, estos finalizaron agosto en un nivel similar al del cierre del mes anterior. Añade que los movimientos de las bolsas de las economías emergentes están bastante correlacionados con los movimientos de flujos de capitales totales, explicando que estos aumentaron de forma importante en el segundo trimestre de este año por la entrada de capitales hacia economías emergentes por un monto relativamente significativo, y que la estabilidad de las bolsas en las últimas semanas está asociada también a movimientos de capitales bastante más acotados.

El señor Gerente menciona que las emisiones de bonos han mantenido cierto dinamismo, destacando particularmente el aumento de las emisiones de bonos corporativos. Por región, la situación está bastante balanceada y quizás algo más marcada en los países de Europa emergente y más limitada en América Latina.

Respecto de los *commodities*, el señor Sergio Lehmann plantea que los movimientos son mixtos y volátiles. Ello es algo más patente en el caso del molibdeno, que varía bastante mes a mes, porque, en general, hay pocas transacciones en el mercado. Subraya las caídas importantes del trigo y aquellas algo más acotadas en el caso del petróleo, mientras que el precio del cobre ha aumentado 3% respecto de la última Reunión. Agrega que durante las primeras horas de la jornada se supo de importantes aumentos en los precios de los *commodities*, por lo que si se considerara dicha información, los movimientos serían algo más marcados. Los agregados estarían en torno a 7%, complementa.

El señor Lehmann informa que los mercados de combustibles se han ajustado levemente al alza. Respecto del cobre, reitera que su precio ha aumentado en torno a 3% y que la mayor confianza empresarial respecto de la demanda futura de este metal ha compensado el aumento de los inventarios en el último mes.

El Presidente De Gregorio consulta por el nivel normal de los inventarios en el mercado del cobre, respondiendo el señor Lehmann que estos han bordeado las 200 mil toneladas métricas, lo que es históricamente bajo en relación con lo observado en la primera mitad de esta década y en los 90, cuando eran cercanos a 600 mil toneladas métricas. De hecho, añade, luego de una caída, llegaron a ese nivel a principios de año, y ahora no hay certeza sobre cuál será el nivel de estabilidad.

Para finalizar, el señor Gerente de Análisis Internacional menciona las principales proyecciones de los precios de los *commodities* para el 2009. Respecto del cobre, indica que es algo más alta respecto de un mes atrás, mientras que para el año 2010 no hay cambios significativos, proyectándose que alcanzará a 256 centavos de dólar la libra. En el caso de petróleo y gasolina tampoco se observan cambios importantes.

El señor Presidente agradece al señor Sergio Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

El Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, manifiesta que pocas veces ha observado tanta dispersión en las proyecciones de crecimiento de la economía mundial. Menciona que el *WEO* proyecta un crecimiento para los Estados Unidos de 1,2% para el próximo año, el Banco estima que será de 2,3% y un banco de inversión proyecta un 3,2%. Agrega que la dispersión es aun mayor respecto de la Zona Euro, ya que el *WEO* proyecta 0 0%. el Banco 0,6% y un banco de inversión bastante prestigioso, 2,7%.

Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán señala tener la impresión de que hay dos escenarios distintos. Por un lado, un grupo de proyecciones tiene como escenario una salida persistente de la situación actual, que es acorde con las altas tasas de crecimiento, mientras que hay otros que tienen la hipótesis de la W, la que es absolutamente bimodal. Luego, la dispersión no es que sea una campana muy aplanada, sino que más bien hay dos distribuciones distintas que están superpuestas. Entonces, si las proyecciones del Banco están en el medio, implica que no está de acuerdo con ninguna de las dos.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece los comentarios y solicita al Gerente Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, que exponga la información relativa al escenario interno.

El señor Claudio Soto da inicio a su exposición, mencionando que el dato del Imacec, de -2,7%, estuvo más o menos en línea con lo proyectado, recalcando que por tercer mes consecutivo se tuvo una variación positiva mes a mes en la serie desestacionalizada. Agrega que, en el margen, su variación fue de 0,4%, algo menor que el 0,8% registrado el mes anterior, pero que, de todas formas, se puede afirmar que las cifras son positivas.

El señor Soto destaca que en términos sectoriales se ven rebotes importantes en el caso de la producción industrial destinada a inversión y en comercio mayorista. Explica que el comercio minorista también registra un aumento, pero una leve moderación en los últimos meses si se incluyen los automóviles, producto de la desaceleración en el crecimiento de sus ventas.

Por el lado de la construcción, el señor Gerente informa que los indicadores de despacho de cemento son positivos, mientras que el de despacho de permisos de edificación, conocido en los días previos, muestra un cierto retroceso, a diferencia del fuerte aumento del mes anterior.

En cuanto a las velocidades, el señor Claudio Soto manifiesta que el comercio experimenta variaciones positivas por tercer mes consecutivo, mientras que la industria solo en los últimos dos meses, añadiendo que, hasta ahora, estas variaciones, si bien son del orden de 20%, no son de una magnitud extremadamente significativa si se las compara con los registros históricos.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala a continuación que las expectativas de los consumidores han seguido aumentando y que el indicador coincidente de consumo muestra un aumento bastante relevante en el margen, sobre todo en lo referente a consumo de bienes habituales, comentando que dicho indicador está más bien estancado, básicamente por lo que está aconteciendo con la venta de automóviles.

En el caso de las importaciones de bienes de consumo, que en el mes anterior habían registrado un repunte también significativo, indica que continúan altas en relación con las cifras del presente año, pero algo menos dinámicas que en el mes pasado. Al respecto, el señor Vicepresidente hace presente que la huelga de Aduanas pudo haber afectado esos datos, a lo cual el señor Soto aclara que, en materia de importaciones, siempre hay bastante volatilidad, debiendo subrayarse que los últimos datos son claramente mejores que los observados a comienzos de año.

En materia de percepción de los empresarios, el señor Claudio Soto hace hincapié en que es importante hacer la distinción entre la percepción de la situación actual y aquella de lo que ocurrirá en seis meses más. En cuanto a la primera, indica que sí bien ha mejorado levemente, sigue en terreno negativo, mientras que la percepción de lo que va a acontecer dentro de seis meses ha aumentado significativamente y está en niveles comparables con los observados antes de la crisis, incluso por sobre los imperantes en el año 2007.

El señor Gerente, refiriéndose a las importaciones de bienes de capital, precisa que el retroceso que se advierte en los últimos meses no significa que haya un signo de inflexión, sino que se debe al rebote importante del año pasado, que obedeció a importaciones de turbinas y de generadores eléctricos bastante puntuales, las que no debieran repetirse en adelante.

Añade que los indicadores sobre percepción de inventarios, si bien aún están por sobre lo deseado y algo por encima de lo observado durante el 2008, han continuado cayendo y están bastante cerca de los promedios históricos, agregando que la proyección contempla que la desacumulación de existencias se atenuará bastante de aquí a fines de año.

Al proseguir con su exposición, el Gerente de Análisis Macroeconómico plantea que se espera un IMACEC en torno a -1% para agosto y de -0,4% si se consideran los modelos que ocupan energía. El Banco, explica, es algo más conservador, por lo que está proyectando que este índice será algo menos que -1% para ese mes. La velocidad, en tanto, es de 0,4% aproximadamente, lo que está en línea con la velocidad del mes en curso. Con esto, se proyecta un crecimiento de -1,6% para el tercer trimestre, con una proyección al alza respecto de la Reunión pasada de los componentes resto, fundamentalmente comercio. Al respecto, reitera que el comercio mayorista está creciendo de manera bastante acelerada y que también hay una corrección al alza en la industria, lo que está compensando en parte con lo que ocurre principalmente en la minería, sector que ha tenido un comportamiento bastante más negativo que el que se había previsto hasta ahora. Sin embargo, se está anticipando un rebote en dicho sector hacia el cuarto trimestre y también se esperan mejores resultados por la dinámica que se están observando en los sectores reales.

Respecto de la velocidad, el señor Presidente señala entender que se han tenido variaciones trimestrales negativas durante cuatro trimestres seguidos, es decir, a partir del segundo del 2008, a lo cual el señor Claudio Soto menciona que el -1,6% corresponde a una variación positiva del orden de 6%.

Por el lado de la demanda, el señor Gerente de Análisis Macroeconómico informa que hay una acumulación de existencias que se va corrigiendo de aquí hacia fines del horizonte. Recalca que en el presente trimestre se produce una desacumulación de existencias respecto del PIB más intensa, estimándose que esta sería menos aguda de aquí en adelante.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta qué ocurre con la demanda interna sin la variación de existencias. El señor Claudio Soto explica que, de acuerdo con la proyección del Banco, consumo e inversión están creciendo -1,7% y el consumo privado 0%. Indica que el consumo durable está creciendo de manera muy dinámica, que el consumo habitual no se desaceleró tanto y que la inversión está menos negativa que lo que se había considerado en julio, en parte por lo que se está observando con las importaciones de maquinarias y equipos, que están bastante más dinámicas que en el trimestre anterior.

En cuanto a las velocidades para formación bruta, el señor Soto hace presente que estas son de 34% aproximadamente para el tercer trimestre y de 13% para el cuarto, y en el caso de consumo, de 1,2 y 1,7%, respectivamente. Menciona que las velocidades más negativas de consumo se registraron en el cuarto trimestre del 2008, cuando se produjo el desplome de durables y ellas alcanzaron a -9%, y que de ahí en adelante fueron de alrededor de 0%, por lo que no se puede esperar que la recuperación sea muy rápida. En el caso de la inversión, las velocidades fueron de -25% en el cuarto trimestre del 2008 y de -35% en el primero de este año, por lo que si bien una velocidad de 24% es alta, recupera parcialmente lo perdido desde fines del 2008 hasta comienzos de este año.

El Gerente de Análisis Macroeconómico destaca luego la importante corrección que están registrando las exportaciones, explicada básicamente por lo que está ocurriendo con La Escondida, por lo que se espera más demanda interna y menos demanda externa. Las exportaciones industriales, en cambio, son algo menos dinámicas que lo proyectado. Aclara que las proyecciones consideran salmón y que hace dos o tres meses atrás ya se incorporó un ajuste importante a la baja en toda la proyección en adelante.

Respecto del dato de desempleo, el señor Gerente informa que este fue de 10,8%, algo superior al del trimestre móvil anterior, que había sido de 10,7%. Añade que, en términos desestacionalizados y con una tasa de variación anual del empleo de -1,6% y un crecimiento de la fuerza de trabajo de 1,1%, la tasa llega a 10,1%. Lo interesante, recalca, es que, en el margen, se ven velocidades cercanas a cero para el empleo, es decir, que el empleo deja de caer en el margen, fundamentalmente porque el de cuenta propia está compensando la caída del empleo asalariado.

En cuanto a la evolución de los salarios, continúa, se observa un leve repunte en el margen en los CMO y en el IREM, y que este es aun mayor si se incluyen los sectores X, que son los sectores resto. De esta manera, las variaciones anuales de los salarios reales siguen creciendo y, medidos de acuerdo con los patrones de producción pasada, están en niveles comparables con los observados entre el 2004 y el 2007.

Al respecto, el Consejero señor Sebastián Claro comenta que la evolución de los salarios reales se relaciona claramente con la caída muy fuerte de la inflación y con los procesos de indexación de los salarios nominales, los que han seguido reajustándose. Sobre esta materia, consulta si ello se debe a un efecto cíclico, que debiera estar contribuyendo, en la práctica, a un menor aumento de los salarios reales o, eventualmente, a una caída. Asimismo, dado que su impresión es que ello está dominado por el fenómeno de la evolución de la inflación y que se debiera observar una presión a un menor aumento de los salarios reales por la situación cíclica, pregunta si hay una evaluación respecto de eso.

El señor Claudio Soto responde que se llevó a cabo una investigación, en la que se compara el nivel de los salarios reales y se hace un ejercicio contrafactual para determinar qué es lo que habría pasado si los salarios reales se hubieran mantenido a un patrón de tendencia de 2007, observándose la fuerte caída de los salarios reales con el *shock* inflacionario registrado desde mediados de 2007. Lo que ha pasado hasta ahora, explica, es una recuperación de los salarios reales hacia un nivel coherente con esa trayectoria de tendencia. En resumen, entonces, hubo una caída fuerte en los salarios reales, luego una cierta recuperación, pero todavía, en el margen, estos están por debajo de lo que se hubiera predicho si hubieran seguido con esa trayectoria. Agrega que el *timing* de ello es mucho más difícil de evaluar. Los salarios reales disminuyeron antes de que se produjera la caída en la actividad y en el empleo, concluye.

El Presidente De Gregorio menciona que las variaciones anuales de los salarios nominales están cayendo y lo que ocurre es que la inflación ha caído mucho más rápido. Además, la inflación que disminuye no corresponde a precios de productores, sino que a ítems bien específicos, como la electricidad, la que aumentaría la demanda por trabajo. En razón de ello, sostiene que resulta complicada la interpretación.

El Consejero señor Claro manifiesta que lo mismo ocurre con el ciclo opuesto, ya que si el aumento de la inflación estuvo muy afectado por la electricidad y por el petróleo, la caída de los salarios reales no fue necesariamente tal. Señala que su punto al respecto es que más allá de la evolución que está registrando el salario real, este está principalmente dominado por la evolución de la inflación, independiente de si se deflacta por el IPC o por alguna medida un poco más depurada de precios. Además, dice no saber si se ha efectuado alguna evaluación respecto de que, dadas la brecha de productos y el nivel de desempleo, se debiera ver cierta evolución en los salarios reales. Dicho lo anterior, consulta si algún análisis indica que los salarios reales están permaneciendo elevados o si se observa alguna reacción.

En opinión del Gerente de División de Estudios, señor Pablo García, más que por los salarios reales, que están determinados por lo que ocurre con la inflación, cabe preguntarse si los salarios nominales están moviéndose por las cláusulas habituales más un extra, reflejando la situación cíclica. Al respecto, plantea que la variación de los salarios es consistente con la dinámica de la inflación. En el largo plazo, si se suponen los salarios reales constantes, eso debiese ser igual a 3%; en cambio, se ha observado que ha estado por debajo de 3% desde principios del año 2008. Agrega que más allá que estos hayan subido últimamente, los movimientos de los salarios nominales no han capturado en su totalidad lo que ha sido la evolución de la inflación. Una hipótesis es que justamente están reflejando, en parte, lo que ha sido una situación cíclica más débil; de hecho, los salarios nominales hacia fines del año pasado no capturaron el último rebote inflacionario que hubo, ya que nunca se produjo una subida de salarios nominales de 11 ó 12%, que es lo que perfectamente se podría haber predicho con las inflaciones imperantes en ese entonces. Sin embargo, ello no ocurrió, sino que se produjo un quiebre en la medida de los mismos. Ahora último, estos están acelerándose y mostrando una dinámica quizás mayor. Añade que no se sabe cuánto de eso es un problema en términos de los salarios reales en su nivel o cuánto es un problema de que el ciclo está cambiando, pero, en promedio, se puede decir que en el último año sí hay una gran dinámica de tasas nominales que ha capturado el efecto cíclico.

El señor Ministro de Hacienda manifiesta no saber si lo que ha pasado ha sido bueno o malo, advirtiendo que hay que tener cuidado en la interpretación, ya que la indexación no es instantánea. Por lo tanto, cambios en la inflación para arriba o para abajo tienden a tener un efecto en el salario real no anticipado. Señala que si él tuviese que inclinarse por que la moderación o el crecimiento del salario real a fines del año pasado fue originado por la brecha de demanda o por una sorpresa inflacionaria, lo haría por la segunda, es decir, a que la indexación no fue lo suficientemente rápida cuando se pasó de una inflación en doce meses del 10%. Si ello es así, la visión que se tiene para adelante respecto de lo que ocurrirá con el salario real y algo con el empleo es pesimista, porque si el comportamiento real es poco sensible al ciclo y se mueve más bien por rezagos de la inflación, y la inflación de ahora en adelante es más o menos predecible, entonces hay una posibilidad bastante alta de que el escenario real se quede más alto de lo que se desearía, para bajar rápidamente la tasa de desempleo. Expresa que esa sería su hipótesis base, agregando que sería ideal que ello fuera en otra dirección, pero es difícil imaginarlo.

El Consejero señor Marfán señala que, de todas maneras, los salarios tienden a converger a la evolución de la productividad en el largo plazo, a lo que el señor Ministro agrega que el problema es si el largo plazo son doce meses o doce años, ya que el salario real quedó sorprendentemente alto y la tasa de desempleo quedó sorprendentemente alta también por un periodo muy largo, por una década.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, mencionando que la inflación del IPC fue de -0,4%, la del IPCX de -0,6%, la del IPCX1 de 0% y la inflación sin alimentos y energía de -0,1%. Con ello, la variación anual del IPC llegó a -1%. Destaca que hubo dos sorpresas importantes respecto de lo proyectado: primero, se esperaba una variación levemente positiva de las tarifas eléctricas y su variación fue de -1,8%, aproximadamente, lo cual tuvo una incidencia de casi medio punto de inflación; segundo, se contemplaba que el vestuario podía seguir cayendo y subió 5%, aproximadamente, que incidió en casi cuatro puntos en la inflación. De hecho, indica que el IPCX1 fue algo más alto que lo proyectado, ya que se estimó que sería -0,3% y fue 0%, y en el caso del IPCX, que constituyó la sorpresa más importante, el Banco proyectaba -0,2% y fue -0,6%.

En cuanto a la tarifa eléctrica, el señor Claudio Soto explica que en noviembre se fijará el precio de nudo. Al respecto, el supuesto de trabajo es que experimentará un alza producto de lo que ha estado ocurriendo fundamentalmente con el precio del petróleo.

Respecto de la caída de 18% en la tarifa eléctrica, el señor Soto señala que se debió fundamentalmente a la reliquidación de la fijación del precio de nudo de abril, y que durante mayo y junio estuvo por sobre lo que debió haber estado, por lo que la diferencia debió devolverse a los clientes. Agrega que la Gerencia supo que la devolución se habría concretado en julio, porque ese mes se observó efectivamente una baja en la tarifa eléctrica; no obstante, precisa que el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) está informando que la tarifa de agosto fue la que reflejó esta reliquidación. Luego, la fuerte caída debiera devolverse a 15%, según cálculos algo más conservadores, considerando que la fijación del precio de nudo no cambiará la tarifa y desestimando estos movimientos por el término de la cuota del valor agregado. En resumen, se está suponiendo que la tarifa eléctrica no aumenta ni se reduce por la fijación del precio de nudo, mientras que sí se esperaría una caída en abril del próximo año, ya que habrá una nueva fijación de precios, con costos marginales que, se espera, sean más bajos en ese momento.

El señor Ministro de Hacienda consulta si el Banco contrasta sus proyecciones con las que hace el INE. El Gerente de División Estudios, señor Pablo García, responde que la proyección del Banco se basó en lo informado por la Comisión Nacional de Energía (CNE) en cuanto a que la devolución a los clientes era de 5%, aproximadamente.

En relación con la inflación del IPC, el Consejero señor Claro recuerda que, en algún momento, se discutió que el mercado estaba más cerca de -0,2% ó de -0,4%, por lo que consulta si el tema eléctrico también fue una sorpresa.

El señor Claudio Soto responde que algunos analistas sí lo habían considerado y que muchos, al igual que el Banco, proyectaban un 0%. Otros, en cambio, estimaban un -0,4%, es decir, sí lo habían considerado. Añade que si se revisa el informe de la CNE, la impresión es que la reducción fue mayor que lo que debió haber sido, porque una cosa es la reducción del precio de nudo, que fue de -8,4% según el INE en su registro pasado, y otra es lo que debió haberse reflejado en las boletas. De acuerdo con el propio informe de la CNE, debió haber sido menor, de -5%. Entonces, ese tipo de discrepancia hace prensar que la estimación del Banco no estaba tan desviada, concluye.

Respecto del precio del vestuario, el señor Gerente indica que hay mucha incertidumbre, ya que hay dos cosas que están afectando su inmunidad: la propia crisis y la caída en el consumo y, por otra parte, el patrón estacional, del cual no se tienen antecedentes. Explica que en la proyección se considera un supuesto más bien conservador, algo más en línea con la de la Reunión pasada, esto es, con variaciones mensuales positivas en los próximos meses, pero no muy significativas, y nuevas caídas de precios en enero producto de la liquidación de temporada.

Lo anterior, más los supuestos de precios de combustibles, que son algo al alza respecto de la Reunión pasada, llevan a mantener bastante inalterada la proyección hacia diciembre y enero próximos, en tanto que, de acuerdo con las estimaciones, sí se observará una volatilidad puntual de la inflación el próximo mes, principalmente por la devolución de la reliquidación de la tarifa eléctrica ya comentada. Asimismo, agrega que se considera que en enero se revierte el impuesto de timbres y estampillas, lo que quedará reflejado en el IPC de ese mes, de acuerdo con la metodología del INE.

El Gerente de Análisis Macroeconómico continúa su presentación refiriéndose a los mercados financieros. Al respecto, menciona que desde la última Reunión se han apreciado reducciones en las tasas reales, sobre todo en las de los BCU2 y BCU5, mientras que las tasas nominales se han movido en la dirección opuesta, específicamente las de los BCP2 y BCP5. En cuanto a la pendiente de la curva, indica que la de los bonos nominales no se ha movido de manera importante respecto de la última Reunión, debido a que los movimientos de los BCP2 y el BCP5 han sido bastante en paralelo.

Por su parte, las tasas de colocación comerciales y de consumo a distintos plazos han continuado reduciéndose, en general, mientras que las tasas hipotecarias se han mostrado algo más estables, sobre todo las de los créditos hipotecarios, que son las más relevantes para este segmento de colocaciones.

Respecto de los *spreads*, el señor Claudio Soto informa que si bien estos han caído de manera importante, especialmente aquellos a plazos más cortos, están aún por sobre lo que se busca como promedio entre los años 2001 y 2007. En relación con datos históricos, con toda la volatilidad que ellos tienen, están en niveles comparables. Sin embargo, respecto de los plazos más cortos, que es lo relevante, aún están por sobre los niveles deseados.

Respecto de los *spreads*, el Consejero señor Claro estima que es difícil esperar que tiendan a converger, aun en tiempos normales, a lo que se vio entre los años 2001 y 2005, período en que estos fueron muy bajos no solo en Chile, sino que en el mundo. El Consejero señor Marshall coincide con el señor Claro, manifestando que es bastante difícil pensar que los *spreads* vuelvan a los niveles de los 2000. En esa época, explica, la banca chilena constituyó muy pocas provisiones, es decir, trabajó con un escenario extremadamente positivo. Actualmente, todas las regulaciones están apuntando a exigir a los bancos que provisionen más, producto de una visión más anticíclica. Advierte que eso hay que incorporarlo, ya que no es solo una percepción teórica; es un impacto, un resultado real, de manera que va a estar presionando por un tiempo. Añade que quizás se podría sostener que la banca podría jugar levemente por breve plazo, pero dado que esta palabra resulta compleja e imprudente, entonces hay que normalizarlo, lo que impone una presión a los *spreads* durante un período no muy corto.

En comparación con lo que ocurre en el exterior, el Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan comenta que hay un factor que sí es común entre Chile y la situación financiera internacional, que es la percepción de que ha habido una gran moderación macro. En ese sentido, conforme los *spreads* son la respuesta endógena a la percepción del riesgo, lo que pasó en el extranjero en cuanto a que se había solucionado la volatilidad es algo que internamente también podría haber sido recogido.

El Consejero señor Marfán se refiere a los datos que indican que el *spread* fue de alrededor de 750 puntos base en los noventa, y que ahora está en 1.250 puntos base, nivel este último que pudiera ser una normalidad con las nuevas regulaciones. En su opinión, esos *spreads* son gigantescos, incluso en condiciones normales. Señala que en el otro caso, que podría denominarse "en condiciones de los 2000", el *spread* habría sido 250 puntos base y en estos momentos es de 400 puntos base. Luego, indica que le gustaría conocer cómo es en otros países de similar nivel de desarrollo financiero que el nuestro o en países desarrollados que están en crisis financiera, de tal forma de saber qué es lo normal. Para finalizar, declara preferir como *benchmark* algo más histórico que una noción no calculada y estimada respecto de qué es lo normal.

El señor Enrique Marshall manifiesta que se ha referido a que los *spreads* tienen que cubrir no solo los riesgos, sino que una serie de costos y los gastos operacionales. Agrega

que si se analiza lo que hicieron los bancos en materia de constitución de reservas para cubrir y cobrar durante los noventa, se puede concluir que se fueron a niveles extraordinariamente bajos, por debajo de 1%, lo que es difícil de sostener y constituye, en su opinión, "un cierto comportamiento imprudente". Añade que la crisis sorprendió a los bancos con reservas por incumplimiento por debajo de ese 1%, y que si se hubiese tenido un modelo anticíclico, jamás se debería haber llegado a esos niveles.

El Asesor del Ministro de Hacienda, señor Igal Magendzo, sostiene que otro *spread* interesante es con respecto a la TPM, sobre todo en la actual coyuntura, porque entiende que a esos plazos los bancos se pueden fondear también en el Banco Central. Comenta, asimismo, que, a su juicio, es indudable que los *spreads* comentados son muy altos.

Al respecto, el señor Kevin Cowan, hace presente que los *spreads* de los préstamos comerciales de la banca chilena han sido similares a los de los países desarrollados entre los años 2007 y 2009. Informa que en el caso de los préstamos de consumo, los *spreads* son significativamente más altos que en países desarrollados, pero más bajos o similares que en países emergentes, y que hay una correlación bastante fuerte entre volatilidad macro y ese *spread*, pensando que ese es el factor de riesgo.

El señor Presidente, sosteniendo que la rentabilidad de los bancos en Chile, de entre 15 y 18%, es mucho más alta que en la gran mayoría de otros países y que los *spreads* son parecidos a nivel comercial, que es donde está el grueso del negocio, consulta de dónde provienen las utilidades, y si es acaso de sus actividades de tesorería.

Al respecto, el señor Cowan señala que hay que tener presente que, en general, las rentabilidades en las economías emergentes son más volátiles y altas. Concuerda con que la economía se ha desarrollado ahora y que está en un período de volatilidad, pero que también hay riesgos que deben ser considerados y que, históricamente, ha sido una economía más volátil, por lo que se esperarían retornos más altos. En su opinión, respecto de los préstamos comerciales, hay que incorporar la mezcla de clientes que hay en Chile, que difiere mucho de lo que hay en países desarrollados. En Chile, la banca le presta a empresas grandes, como Copec, hasta a una pyme; en Estados Unidos, en cambio, los destinatarios de las colocaciones son pequeñas y medianas empresas.

El Gerente de Análisis Macroeconómico retoma su presentación, mencionando que en la Reunión pasada se había mostrado una mejora del sistema bancario y que el Banco del Estado, en general, había bajado las tasas en forma más intensa que el resto. Ahora, en cambio, sus tasas de colocaciones han registrado un repunte por sobre las que ofrece el sistema, tanto en las comerciales de 30 y 90 días como en las de consumo a más de tres años, y ha continuado ganando participación, sobre todo en las colocaciones comerciales y de consumo, no así en el caso de las hipotecarias, dado que está apuntando hacia segmentos distintos.

El Presidente señor De Gregorio manifiesta entender que la mayor parte de los créditos comerciales del Banco del Estado se destinan a empresas grandes, radicando allí las grandes ganancias de mercado. El Ministro señor Velasco explica que el comportamiento de las colocaciones comerciales de dicha empresa bancaria es bastante distinto por el segmento que cubre. El Banco del Estado ha ganado en las grandes empresas y en las medianas y se ha mantenido igual en las pequeñas. En las micro también ha ganado, pero estas no pesan en la ponderación total. Este, añade, históricamente ha tenido una cartera muy grande de clientes micro y una cartera grande de clientes medianos y grandes, no así una cartera de clientes pequeños, que, por mucho que se desee, no se adquiere fácilmente.

A continuación, el Gerente de Análisis Macroeconómico, en respuesta a una pregunta que hizo el Ministro en la Reunión pasada, presenta un gráfico con distintas medidas de tasas reales, considerando las tasas nominales a un año y las expectativas de inflación a un año, calculadas a través de la encuesta de expectativas, de lo que entrega el IMCE y lo proveniente de las encuestas de las mesas operadoras de dinero. Al respecto, indica que una estimación realizada a partir de la encuesta del IPEC y lo que se obtiene de la curva *swap*, y ello comparado, además, con las tasas, se observa que estas han bajado y están por debajo del nivel alcanzado a mediados del 2008, como también por debajo las tasas de mediados del 2005 en adelante. En el caso de las tasas de colocaciones de los créditos de consumo, por el contrario, las tasas han caído desde fines del año pasado, pero superan los niveles previos.

Respecto de las colocaciones, el señor Claudio Soto señala que los datos no reflejan movimientos relevantes en el margen. Las colocaciones comerciales aún exhiben caídas, las de consumo permanecen prácticamente estables, mientras que las colocaciones de comercio exterior han registrado bastante volatilidad en los últimos datos. Por regla general, las operaciones mensuales son más bien negativas o cercanas a cero. Las únicas que todavía han mostrado cierto dinamismo en el margen son las colocaciones hipotecarias y medidas en UF. Si bien estas siguen teniendo variaciones mensuales positivas, son variaciones mensuales más bajas que las observadas antes de que se desatara la crisis.

El Gerente de División de Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón, sostiene que se podría concluir que *spreads* más pequeños con colocaciones estancadas obedecen a un problema de demanda, lo que no es tan así, porque los bancos podrían establecer otras restricciones distintas al *spread*. De hecho, podrían estar fuera de ese *spread*, que ha estado cayendo en todos los sectores que son riesgosos, como la construcción, por ejemplo. Agrega tener antecedentes de que, en realidad, los bancos han puesto muchas más restricciones para otorgar líneas de crédito, más dificultades para otorgar créditos o solicitan más garantías para las boletas de garantía. Es decir, no es problema de demanda, consulta el señor Presidente, a lo cual el señor de Ramón manifiesta que no se puede concluir, necesariamente, que *spreads* más bajos y colocaciones estancadas sea un problema de demanda. Podría ser que subsistan los problemas de oferta de los bancos, que solamente han abierto líneas a algunos sectores.

El Consejero señor Marshall aclara que la Superintendencia de Bancos entregó una cifra hace un par de semanas que mostraba un cierta estabilización en el margen, lo cual es confirmado por el señor Claudio Soto.

El Consejero señor Sebastián Claro pregunta qué parte de la contracción de las colocaciones se debe a una contracción en el tamaño de los balances de los bancos y qué proporción a un cambio en la composición de sus activos. Señala que es importante saber cuál es la fuerza dominante, ya que, en su opinión, la salida es mucho más rápida si lo que se está observando es un cambio en composición hacia posiciones mucho más líquidas. Al respecto, el Gerente de División señor Cowan responde que, dado que los depósitos han seguido creciendo durante el presente ciclo, por construcción hay una mayor fracción de activos líquidos.

En materia de tipo de cambio, el Gerente señor Claudio Soto hace presente que se ha estado depreciando respecto de la Reunión pasada, a pesar del aumento experimentado por el precio del cobre. La bolsa chilena, en tanto, se ha corregido en relación con otras bolsas latinoamericanas y mundiales. Los agregados monetarios, por su parte, han crecido a tasas relevantes, especialmente el M1 y M2, pero a tasas menores que los agregados más líquidos. Respecto de las expectativas de mercado, la encuesta será dada a conocer al día siguiente.

Respecto de las expectativas de inflación, el señor Soto indica que se observa un significativo aumento en las compensaciones, lo cual, a juicio del señor Presidente, es muy curioso de analizar, ya que se venía de un período anterior al año 2007, en el que todas las compensaciones se movían en torno a 3%, y hoy día la volatilidad ha persistido por dos años, lo que no resulta ser expectativa inflacionaria. El señor Cowan explica que ello se debe a la incertidumbre con respecto al dato y a que han salido actores, especialmente en Nueva York. El señor Soto agrega que la encuesta indica que no ha cambiado mucho la percepción inflacionaria para adelante.

Respecto de la compensación inflacionaria *forward swap* uno en uno, el Gerente señor Claudio Soto señala que registra bastante volatilidad y un cierto repunte en la ultimas cuatro observaciones.

Para finalizar, el Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que las expectativas para la TPM subieron marginalmente respecto de la última Reunión y se mantienen claramente por debajo de lo que se tenía en julio y muy alineadas con lo que se puede desprender de las expectativas hasta agosto. Advierte que la curva se va a mover con el dato de proyección que saldrá durante la presente jornada, por lo que su comportamiento va a depender de cómo sea interpretado por el mercado, ya que dicho dato es bastante ruidoso. Una lectura es que mayores precios de vestuario podrían ser interpretados como un indicador de más inflación, mientras que si la población se queda solamente con el dato de la tarifa eléctrica y ve que este es persistente, puede ser un indicador de menor inflación.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 143, incorporándose a ella la Subsecretaria de Hacienda, señora María Olivia Recart, en reemplazo del señor Ministro de Hacienda.

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 Gerente señor Pablo García comienza a dar lectura a las Opciones, informando que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y continuar aplicando las medidas complementarias adoptadas en la Reunión de julio.

A continuación, el señor Pablo García da cuenta de las principales noticias desde la última Reunión, mencionando, en primer término, que en el ámbito externo las perspectivas de un mejor entorno de crecimiento han tendido a asentarse. Agrega que, si bien los mercados accionarios como los precios de *commodities* han exhibido fluctuaciones, los niveles actuales no difieren de manera muy significativa de los registros alcanzados en la última RPM. Las primas por riesgo crediticio, por su parte, no han continuado disminuyendo.

A nivel local, las noticias de actividad han llevado a revisar levemente al alza las perspectivas de crecimiento para el tercer trimestre, lo que junto con la primera proyección de corto plazo para el último cuarto del año hacen prever que el PIB caerá 1,7% en el 2009. Aclara que esta proyección considera un repunte relevante del nivel de actividad en la segunda mitad del año, con velocidades anualizadas y desestacionalizadas del orden de 6,5% para el tercer y cuarto trimestres.

El señor Pablo García informa luego que la inflación del IPC estuvo por debajo de lo previsto en el mes de agosto, debido a fenómenos vinculados a tarifas eléctricas, que ocurren básicamente una sola vez. Las tendencias subyacentes, en cambio, muestran registros mayores que los previstos y el vestuario tuvo un incremento importante. El encuadre de

proyecciones de mediano plazo junto con las noticias recientes llevan a corregir en dos décimas a la baja la proyección de inflación a seis meses plazo, y las medidas de expectativas inflacionarias consideran perspectivas similares a las contempladas internamente.

El señor Pablo García señala, además, que las tasas de interés de mercado, particularmente las de consumo y comerciales, han continuado descendiendo, que las tasas en operaciones hipotecarias se mantuvieron estables, en tanto que el volumen de crédito no muestra un repunte todavía. El peso, por su parte, se depreció en términos reales y nominales.

Para finalizar con su reporte, el señor García menciona que, desde la última Reunión, la trayectoria de la TPM implícita en los precios de activos tuvo un levantamiento de entre 25 y 50 puntos base entre uno y dos años, sin deshacer, en todo caso, el ajuste a la baja luego de las medidas adoptadas en la RPM de julio.

A continuación, el señor Gerente de División expone las Opciones, planteando que, debido a que la presente RPM coincide con el cierre de las proyecciones de mediano plazo del *IPoM* de septiembre, el escenario base de ese *IPoM* surge naturalmente como elemento central para plantear las opciones de política monetaria, específicamente en lo que se refiere a la trayectoria de política y los riesgos asociados, los que sugieren que la opción más plausible para esta Reunión es la mantención de la actual instancia de política monetaria.

Al respecto, manifiesta que las proyecciones que se han discutido para configurar el escenario base consideran que la economía chilena mostrará un repunte relevante del PIB y de la demanda durante el segundo semestre de este año, alcanzando una expansión del orden de 5% durante el 2010. En este desempeño, destacan la conjunción del mejor escenario externo, el impulso de las políticas macroeconómicas y el efecto de la recuperación de las expectativas internas sobre algunos componentes más sensibles del gasto. Este ritmo de expansión permitirá una disminución de las holguras de capacidad, de manera que la inflación converja a la meta hacia fines del horizonte de política, con lo cual la inflación se mantendría en niveles reducidos durante todo el 2010, con una variación del IPC en torno a 1,5%, en promedio.

El señor García sostiene que este escenario de presiones inflacionarias reducidas es congruente con una normalización gradual del estímulo monetario a partir del segundo trimestre del próximo año, con una trayectoria similar a la implícita en la curva *forward*, razón por la cual parece natural plantear como una primera opción para esta Reunión la de mantener los instrumentos de política monetaria en sus condiciones actuales: la TPM en 0,5% y la FLAP a seis meses.

Advierte que en torno a este escenario base existen, como siempre, diversos riesgos: el repunte esperado del crecimiento global y la recuperación de las expectativas podrían sufrir un ajuste si no se continúan materializando cifras mejores en la coyuntura, particularmente en lo que se refiere al mercado laboral y la reducción de trabas en la intermediación crediticia a nivel global; y la trayectoria inflacionaria podría resultar menor que la prevista, tanto en Chile como en el mundo, y requerir un estímulo macroeconómico más prolongado que el previsto por el mercado en la actualidad.

Por otro lado, el señor Gerente de División indica que no se puede descartar un rebote más vigoroso de la actividad y la demanda local y global, de la mano de condiciones financieras e indicadores de confianza que sigan normalizándose con rapidez. Los desafíos que plantean los desbalances globales siguen presentes, por lo que movimientos abruptos en la valorización del dólar pueden tener efectos al alza en la inflación externa relevante para Chile y en los precios de los productos básicos.

Como es habitual, destaca los aspectos tácticos que pesan en la decisión de la presente Reunión. Por una parte, señala que el mercado no espera de forma generalizada que se adopten nuevas medidas complementarias de política monetaria, tomando en cuenta que mantener la vigencia de la FLAP a 180 días es coherente con mantener el estímulo monetario. Por otro lado, la trayectoria de la TPM implícita en los precios de activos es muy similar a la contemplada en el escenario base del *IPoM*. Luego, ello indica que no hay antecedentes obvios que justifiquen tomar medidas que sorprendan al mercado.

Finalmente, el señor Pablo García plantea que se debe tomar en cuenta que la trayectoria implícita en los precios de activos financieros sugiere un inicio de la normalización monetaria hacia el segundo trimestre del año próximo. Ello implica, evidentemente, que en algún momento se habrán de considerar adaptaciones a la actual instancia de política monetaria, incluso si se materializa el escenario base de proyecciones del *IPoM* de septiembre. Sin embargo, dados los reducidos registros inflacionarios actuales, parece ser más complejo de enfrentar un escenario de menores presiones inflacionarias que las consideradas en el escenario base, por lo que no parece obvio plantear un sesgo en una u otra dirección en la actual Reunión.

Concluida la presentación de las Opciones por parte del Gerente de División de Estudios, y no habiendo comentarios de los demás asistentes, el Presidente señor De Gregorio da paso a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro indica que las cifras de actividad van consolidando un escenario de recuperación de la actividad y que, acompañado de una consolidación de mejores expectativas, se presenta un escenario de recuperación a partir del segundo semestre del año que sugiere un quiebre en la tendencia de la actividad. La velocidad de recuperación, en tanto, sigue siendo incierta. Comenta que si bien hay componentes de la demanda interna que comienzan a mostrar dinamismo y que existe espacio para una recuperación dominada por factores internos, estima que la sostenibilidad de esta hacia mediano plazo dependerá fundamentalmente de la evolución de la demanda externa y de la economía internacional, sobre lo cual existe bastante incertidumbre.

Menciona que las cifras de inflación estuvieron por debajo de lo esperado internamente, aunque algo más cercanas a las esperadas por el mercado. El último dato, de hecho, está dominado por una caída importante en los precios de la electricidad, lo que es en parte transitorio y no afecta mayormente la tendencia de mediano plazo, mientras que las cifras de subyacentes son similares a las esperadas. Las proyecciones a mediano plazo, por su parte, confirman que la inflación debiera llegar a sus mínimos hacia fines de este año, para luego tener una gradual convergencia hacia el 3% en el año 2011, y distintas medidas de expectativas de inflación a diferentes plazos son coherentes con este diagnóstico. Recuerda que existen varios escenarios de riesgo que son tratados en el *IPoM*, y destaca, al igual que en la Reunión anterior, una cierta inquietud por la evolución futura del precio de los *commodities*, que, a pesar de que se han mantenido estables en las últimas semanas, siguen constituyendo un elemento de riesgo.

El Consejero señor Claro subraya que la evolución del mercado laboral es particularmente relevante en esta circunstancia. Las cifras de desempleo mostraron cierta estabilidad en su registro mensual, pero, a su juicio, es temprano todavía para establecer un quiebre de tendencia. Por el lado de los salarios, expresa que la rápida caída en la inflación y la indexación salarial han contribuido a un incremento importante en los salarios reales. Dada la debilidad de la actividad y los niveles de desempleo, se debiera comenzar a ver una tendencia a la corrección de estas alzas, mecanismo necesario para tener una recuperación con crecientes

niveles de empleo y sin presiones inflacionarias. En su opinión, en el transcurso de los próximos meses se deberá evaluar en detalle la evolución del mercado laboral y los salarios.

Respecto de los mercados financieros internos, manifiesta que estos funcionan con normalidad y no se observan anomalías en los mercados monetarios ni en los mercados de renta fija a mayores plazos. Destaca que es especialmente notoria la corrección en las tasas de papeles en pesos y en UF a dos años plazo, con alzas en las tasas nominales y caídas en las tasas reales. Respecto de la aplicación de la FLAP, indica que las tasas de captación a corto plazo se mantienen bajas, coherentes con las perspectivas de la TPM en sus niveles actuales por algunos meses, y que se siguen observando facilidades de liquidez por parte de los bancos bastante superiores al promedio histórico, lo que es coherente con un escenario de mayor percepción de riesgo, mayor liquidez en los portafolios de los bancos y menor provisión de crédito. A su parecer, en la medida que la incertidumbre caiga y se consoliden las mejores perspectivas, tanto las primas por riesgo como los excesos de liquidez de los bancos debieran ir disminuyendo.

Con todo, el Consejero señor Sebastián Claro estima que la situación no es muy distinta de la prevista, que las tendencias que se consolidan son las esperadas y que sigue siendo necesario mantener el estimulo monetario actual, razón por la cual vota por mantener la tasa en su nivel actual y por mantener la facilidad FLAP en sus condiciones actuales.

A continuación, es el turno del Consejero señor Enrique Marshall, quien comienza su exposición agradeciendo al *staff* por el apoyo brindado.

El señor Enrique Marshall señala que se llega a esta Reunión al finalizar el proceso de elaboración de un nuevo *IPoM*, por lo que se cuenta con un análisis más completo y con proyecciones más afinadas que las habituales.

En el frente externo, menciona que las noticias del último mes reafirman la visión de que se ha entrado en una fase de estabilización, por lo que la atención comienza a desplazarse gradualmente hacia temas relacionados con la salida de este cuadro y, sobre todo, con los riesgos que se visualizan en adelante.

Los mercados de valores, de crédito y materias primas, continúa, han consolidado la recuperación observada en el curso de este año, pero se muestran propensos a correcciones, debido a la incertidumbre prevaleciente. En esa perspectiva, un factor de riesgo para los mercados es el impacto que tendrá la normalización monetaria sobre los mercados financieros y cambiarios, en tanto que otro factor que despierta dudas es el vigor y la sustentabilidad de la recuperación en el mediano plazo. A ello se agrega la preocupación por el estado de salud de los sistemas financieros en los países desarrollados, ya que los bancos o, por lo menos, una fracción importante de ellos, siguen enfrentando un alto estrés por el deterioro de sus activos, principalmente como resultado de la recesión económica.

En el frente interno, plantea que los datos muestran un cuadro bastante más promisorio que el de la primera parte del año. En el mercado de crédito bancario, las tasas de interés se han seguido ajustando marginalmente, lo que sugiere que existiría espacio para nuevos recortes y que estos se materializarán a medida que la confianza de los agentes económicos y financieros se vaya afirmando. Los agregados de crédito, por su parte, que han exhibido un marcado debilitamiento en los últimos meses como resultado de factores tanto de oferta como de demanda, entregan incipientes señales de estabilización.

No obstante lo anterior, en su opinión, la banca sigue sometida a cierto grado de tensión o estrés, que se refleja en sus cuentas de resultados. En lo que va del año, precisa que

los bancos han constituido provisiones de cartera por una suma equivalente a US$1.600 millones, lo que equivale a una inyección o más bien a una reposición del patrimonio económico del orden de 1,2% respecto de su actual nivel.

En lo que se refiere al mercado bancario, el señor Consejero estima que el principal desafío es mantener abierto y fluido el canal de crédito, subrayando que ello es particularmente crítico para la fase de recuperación de este ciclo.

Luego, el señor Enrique Marshall hace presente que las últimas cifras de demanda y actividad reafirman que la economía se habría estabilizado y auguran una recuperación en adelante. Comenta que el IMACEC de julio volvió a mostrar una variación mensual positiva, ajustado por estacionalidad, y que el cambio de tendencia se ve confirmado por varios indicadores sectoriales, tanto de demanda como de producción. En su opinión, las perspectivas de una recuperación de la actividad en el segundo semestre encuentran sustento en la evolución de los índices de confianza, en las políticas expansivas en curso y en la gradual recuperación de la economía mundial.

En cuanto al mercado laboral, el señor Consejero indica que ha reflejado la evolución cíclica de la actividad con algún rezago. En lo más reciente, ha entregado señales incipientes de estabilización o, por lo menos, indicaciones de que su deterioro sería finalmente algo menor que el anticipado con anterioridad, lo que también se estaría observando en otras regiones del mundo. Por su parte, las remuneraciones nominales, siguiendo patrones habituales, se han ajustado con relativa lentitud y, por el momento, se han mostrado poco sensibles a las condiciones del mercado laboral. Al respecto, sugiere que este sea monitoreado con atención en adelante.

La inflación anual, prosigue, ha vuelto a descender, alcanzando un inusual registro negativo, y permanecerá transitoriamente en territorio negativo en los próximos meses. Las medidas de inflación subyacente también se han reducido. Considera que este panorama de corto plazo, compartido por el mercado, responde, en parte, a la contracción de la demanda, pero también a ciertos ajustes de precios observados tanto en los mercados internacionales como en los mercados internos. Por ello, advierte que los registros de inflación de corto plazo deben ser leídos con cuidado.

Sobre la evolución de la inflación más allá de ese horizonte, el señor Marshall manifiesta que persiste algún grado de incertidumbre, pero que las tendencias en materia de actividad apoyan la visión de una convergencia a la meta en el mediano plazo. El riesgo de que la inflación se quede abajo por un tiempo prolongado sigue vigente, pero se ha acotado o reducido en lo más reciente.

Dado lo anterior, la evolución del cuadro macro resulta, en general, bastante en línea con lo anticipado, por lo que la política de mantener un fuerte estímulo monetario por tiempo prolongado se ve reafirmada.

En su opinión, mientras la confianza de los agentes económicos permanezca deteriorada y los flujos de créditos muestren debilidad, se debe proceder con prudencia. Por lo tanto, en esta oportunidad plantea que la opción que surge con claridad es la de no innovar.

Asimismo, descarta completamente la opción de introducir nuevas medidas complementarias o de ampliar las existentes, ya que no las considera necesarias. A su juicio, si estas se hicieran efectivas, sorprenderían al mercado, lo que podría tener altos costos.

A medida que las expectativas mejoren, añade, el estímulo asociado al actual nivel de la TPM se hará sentir con creciente intensidad sobre la demanda y la actividad y, con ello, se lograrán los efectos buscado por la política monetaria.

En resumen, el Consejero señor Enrique Marshall expresa que, habida consideración de que en estas circunstancias corresponde perseverar con las políticas en curso, vota por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50% y, junto con ello, por no innovar en materia de acciones complementarias.

El Consejero señor Manuel Marfán inicia su intervención agradeciendo el análisis del *staff*, que, en esta ocasión, se beneficia de la actualización del escenario de mediano plazo que será dado a conocer en el próximo *IPoM*.

En el ámbito externo, el señor Marfán menciona que las perspectivas de crecimiento global mantienen una dualidad, en el sentido que alrededor de la mitad de las proyecciones de *Consensus Forecasts* plantean un escenario de crecimiento débil para el próximo año y lo que resta de este, mientras que la otra mitad exhibe un claro optimismo. Esta dualidad refleja, a su vez, que el abanico de proyecciones para la economía global permanece anormalmente abierto.

En todo lo demás, agrega, hace suya la lista de antecedentes relevantes a considerar desde la anterior RPM, contenida en el párrafo 2 de la Minuta de Opciones, ya que incluyen elementos de proyección de corto plazo de la actividad de iniciación, añadiendo a ella, en primer término, que los *spreads* de tasas de captaciones y de proyecciones se han reducido desde la Reunión anterior, aunque permanecen por sobre los niveles anteriores a la crisis externa. En segundo lugar, que una parte significativa del débil comportamiento de la demanda interna se explica por la desacumulación de inventarios. En tercer lugar, que no hay presiones de costos salariales adicionales a los que se derivan de las cláusulas de indexación histórica; y cuarto, que, pese a la reciente alza de los combustibles, la inflación anual se mantendrá contenida en el corto plazo. Añade que la Encuesta de Expectativas Económicas, que suele estar incluida en los antecedentes, no estará disponible sino hasta el día siguiente.

Respecto de los antecedentes señalados, el señor Consejero destaca especialmente la velocidad de crecimiento de la actividad estimada para la segunda mitad de este año y señala coincidir también con la Minuta de Opciones en que el supuesto de proyección del nuevo escenario central conlleva una trayectoria de la TPM muy similar a la implícita en los precios financieros, con una normalización del estímulo monetario que comenzaría no antes del segundo trimestre del próximo año. Ello es consistente con no alterar los instrumentos de la política monetaria respecto de sus condiciones actuales.

En consecuencia, el Consejero señor Marfán vota por mantener tanto la TPM en 0 5% como la FLAP a seis meses.

Antes de concluir, señala que en las economías que han impulsado políticas monetarias no convencionales se ha iniciado una discusión acerca de la estrategia de salida de esas políticas. En su opinión, el caso de Chile es mucho menos complejo, no obstante lo cual considera que esa discusión debiera iniciarse luego, especialmente si se da el caso de una recuperación aún más rápida que la del escenario central.

Continuando con la votación, el Vicepresidente, señor Jorge Desormeaux, indica que los últimos 30 días muestran una creciente evidencia de estabilización de la economía mundial, lo que se ha visto reflejado en diversos indicadores del sector real, el sector financiero y las expectativas.

En su opinión, lo que es más relevante para Chile es que sus socios comerciales observaron un crecimiento positivo en el segundo trimestre de 2009, después de dos trimestres consecutivos de caída. Llama la atención el crecimiento positivo de Japón en este trimestre, así como de la totalidad del Asia Emergente, y de Alemania y Francia en Europa.

En el plano interno, menciona que el menor grado de incertidumbre en torno al escenario externo, unido al rol que han jugado las políticas macroeconómicas, también ha derivado en una estabilización de los niveles de actividad, en una progresiva normalización de indicadores financieros y en un repunte de las expectativas.

En el plano inflacionario, el señor Desormeaux señala que el rápido descenso de la inflación ha seguido su curso, como reflejo de las condiciones cíclicas y el traspaso de los menores precios internacionales a los precios internos. Indica que la inflación de agosto estuvo algo por debajo de lo previsto, explicado por factores circunstanciales, y que las expectativas privadas proyectan inflaciones levemente negativas para fines de este año y en torno a la meta en un plazo de veinticuatro meses.

El señor Vicepresidente comenta que en el mercado del crédito, las tasas de interés han continuado descendiendo, particularmente las de consumo y comerciales, mientras las hipotecarias se mantienen estables. El *stock* de colocaciones, en tanto, sigue estancado, situación que debería revertirse en el segundo semestre, a medida que se reduzca la percepción de riesgo y se consolide la recuperación de la economía.

Más allá de las noticias ya reseñadas, que describen un cuadro de estabilización de la actividad en el plano interno y externo, y el inicio de una recuperación en el segundo semestre de este año, el señor Desormeaux destaca que el escenario base del *IPoM* de septiembre es el principal antecedente para la presente Reunión. Dicho escenario contempla una recuperación significativa de la demanda y del PIB en el segundo semestre de este año, a velocidades anualizadas y desestacionalizadas de 6,5% anual, y una expansión en torno a 5% anual durante 2010. La recuperación de la demanda descansará en el corto plazo, esencialmente en su componente interno, y particularmente en la reacumulación de existencias.

De acuerdo con el análisis realizado en el *IPoM* de septiembre, señala que ello permitirá una reducción paulatina de las holguras de capacidad, de manera que la inflación converja al 3% hacia fines del horizonte de política.

Asimismo, menciona que en ese escenario, la inflación se mantendría en niveles inferiores al 3% durante buena parte del 2010, y que la trayectoria de la TPM que posibilitaría esta convergencia de la inflación a la meta contempla una normalización gradual del estímulo monetario a partir del segundo trimestre del 2010, con una trayectoria similar a la que describe la curva *forward* en la actualidad.

El señor Vicepresidente indica que de ello se desprende, tal como plantea la Minuta de Opciones, que la opción que mejor se acomoda a esta trayectoria en esta Reunión es la de mantener el estímulo monetario inalterado en su nivel actual, lo que significa mantener la TPM en 0,50% y la vigencia de la FLAP a 6 meses.

Luego, destaca que el escenario base del *IPoM* depende crucialmente del escenario externo que se considere más probable. Dada la importante dispersión que se observa en las proyecciones privadas, las que configuran un escenario bimodal, será muy importante seguir atentamente la evolución del escenario externo en los próximos meses, para evaluar el momento óptimo en que deba comenzar a retirarse el estímulo monetario.

En consideración a los antecedentes expuestos, manifiesta que no parece adecuado acompañar la decisión de la presente Reunión de un sesgo en una dirección u otra y que, en suma, vota por la mantención de la TPM en 0,50% anual y la vigencia de la FLAP a 180 días.

Finalmente, el Presidente, señor José De Gregorio, señala que las noticias más recientes no distan significativamente de lo previsto hace un mes atrás, de modo que no ve razones para cambios respecto de la decisión del mes pasado. La economía mundial muestra signos de una recuperación pausada, dejando atrás las severas caídas de actividad del último trimestre del año pasado y la primera mitad de este. La actividad de la economía chilena, por su parte, ha mostrado que la recuperación ya ha comenzado, y esta tendencia debiera seguir en el curso de este año y el próximo. Los registros de inflación, así como los de sus determinantes, muestran que está contenida en niveles muy bajos. Aunque en el próximo mes se observe un dato puntual inusualmente elevado y mayor que lo que el mercado pueda esperar, las perspectivas del horizonte de política indican que esta debiera ir convergiendo a la meta de manera gradual, después de pasar varios meses por territorio negativo. Con todo, estima que las expectativas son coherentes con la meta y sugieren que los registros bajos serán transitorios, en tanto que el mayor riesgo hoy día es que la inflación permanezca debajo de la meta más allá de lo deseado.

Por lo anterior, el señor Presidente no ve razones para cambiar la actual política monetaria, votando, en consecuencia, por mantener la tasa, anunciar que seguirá baja por un tiempo prolongado y seguir con el apoyo de las medidas no convencionales. Asimismo, sugiere que el comunicado sea muy similar al del mes pasado.

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

143-01-090908 – Tasa de Política Monetaria

En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y continuar aplicando las medidas complementarias de política monetaria adoptadas en la reunión de julio.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y continuar aplicando las medidas complementarias de política monetaria adoptadas en la reunión de julio.

En el ámbito externo, los datos recientes muestran una estabilización de las perspectivas de crecimiento global para este año. Estas perspectivas han incidido en un mejor ambiente en los mercados financieros. Los precios de los productos básicos, en particular el del cobre, se han mantenido estables.

En el plano interno, la información disponible sugiere que la actividad y la demanda se han expandido en los meses recientes, aunque aún presentan caídas con respecto a un año atrás. El aumento del desempleo se ha moderado y la ocupación ha tendido a estabilizarse. Las condiciones crediticias se mantienen estrechas, a pesar de las menores tasas de interés de colocación.

En agosto, la inflación del IPC se vio afectada por una reducción transitoria de la tarifa eléctrica. La dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos. Se prevén registros de inflación anual

reducidos en los próximos trimestres. Las expectativas de inflación de mediano plazo se han mantenido estables.

El Consejo reitera que la TPM se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% por un período de tiempo prolongado y que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 16:35 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

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 145
celebrada el 13 de octubre de 2009

En Santiago de Chile, a 13 de octubre de 2009, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Desormeaux Jiménez, y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asisten también los señores:

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División de Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División de Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División de Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División de Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministerio de Hacienda, don Igal Magendzo Weinberger; y la
Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria Nº 145, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de abril de 2010 para el día 15 de dicho mes.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 145, dejándose constancia que el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco excusó su asistencia en razón de otros compromisos relativos a su cargo, vinculados con la discusión de la Ley de Presupuesto del próximo año.

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

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

A continuación, el señor Pablo García da cuenta de las principales noticias desde la última Reunión, mencionando, en primer término, que en el ámbito externo las perspectivas de un mejor entorno de crecimiento han seguido asentándose. Informa que los mercados accionarios y los precios de *commodities* siguen con fluctuaciones, pero alcanzando niveles no muy distintos de los observados en la última RPM, en tanto que las primas por riesgo crediticio han tendido a disminuir.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

145-01-091013 – Tasa de Política Monetaria

En mérito de lo anterior, el Consejo aprobó por la unanimidad de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y continuar aplicando las medidas complementarias de política monetaria adoptadas en la reunión de julio.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual y continuar aplicando las medidas complementarias de política monetaria adoptadas en la reunión de julio.

En el ámbito externo, los datos recientes muestran una estabilización de las perspectivas de crecimiento global para este año. Estas perspectivas han incidido en un mejor ambiente en los mercados financieros. Los precios de los productos básicos, en particular el del cobre, se han mantenido estables.

En el plano interno, la información disponible sugiere que la actividad y la demanda se han expandido en los meses recientes. El desempleo y la ocupación han permanecido estables. Las condiciones crediticias han mejorado en el margen, pero se mantienen estrechas.

En septiembre, la inflación del IPC se vio afectada por su estacionalidad habitual y el ajuste de la tarifa eléctrica. La dinámica salarial sigue acorde con sus patrones históricos. Se prevén registros de inflación anual reducidos en los próximos trimestres. Las expectativas de inflación de mediano plazo se han mantenido estables.

El Consejo estima que el entorno macroeconómico y sus implicancias de política monetaria no difieren sustantivamente de lo contemplado en el *IPoM*. Por lo tanto, reitera que la TPM se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% por un período de tiempo prolongado y que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:35 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

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

En Santiago de Chile, a 12 de noviembre de 2009, siendo las 11:30 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, y con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Desormeaux Jiménez, y de los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asisten también los señores:

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali;
Gerente de División Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de División Estudios Subrogante y
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministerio de Hacienda, don Igal Magendzo Weinberger;
Economista Sénior, doña Erika Arraño González;
Asesora de la Presidencia, doña Mariana García Schmidt; y la
Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El señor Soto menciona que los últimos datos de salarios reales dan cuenta de una estabilización, influenciados por el registro de IPC de septiembre, agregando que lo más probable es que retomen una senda al alza el próximo mes, dado que la inflación de octubre fue 0%. Con el IRC de octubre que no varió, se tiene un IRC interanual de -1.9% y un IRCX1 de 0,2%. Agrega que si al IRC se le excluyen alimentos y energía, la variación es marginalmente negativa y la variación anual, levemente por debajo de 0%.

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

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

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico plantea que el escenario de proyección supone mayores precios de los combustibles por el escenario internacional de la gasolina. Estos tienen una pequeña pendiente en la proyección de aquí en adelante, y un cambio importante en la proyección de fines de marzo y comienzos de abril por la reincorporación del impuesto específico. Con estos nuevos antecedentes, se llega a una proyección de inflación a diciembre que sería de aproximadamente de -0,6% anual, y de tres décimas menos a partir de diciembre en adelante, si se considera un tipo de cambio de $500 a partir de ahora en adelante. Hace presente que este último valor equivale a un tipo de cambio real de 92 aproximadamente y que el techo es 98.2, por lo está dentro de la banda.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Siendo las 13:15 horas, y no habiendo más comentarios, el señor Presidente da por finalizada la sesión de la mañana, indicando que la reunión de la tarde comenzará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 146.

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

El señor Gerente de División Estudios Subrogante recuerda que, en su Reunión mensual de política monetaria de octubre, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la TPM en 0,50% anual, como también continuar aplicando las medidas complementarias adoptadas en la Reunión de julio, y reiteró que la TPM se mantendría en el nivel mínimo de 0,50% por un período de tiempo prolongado.

A continuación, el señor Claudio Soto da cuenta de las principales noticias desde la última Reunión, mencionando, en primer término, que en el ámbito externo las perspectivas de un mejor entorno de crecimiento han seguido asentándose, aunque las noticias coyunturales se mostraron mixtas y persiste un débil desempeño del mercado laboral en el mundo desarrollado; que los mercados accionarios tuvieron momentos de volatilidad, pero han vuelto a niveles similares a los de hace un mes; que los precios de los productos básicos han continuado aumentando, en particular los del petróleo y el oro; las primas por riesgo crediticio han tendido a disminuir y que el entorno financiero para economías emergentes sigue siendo favorable; y que, luego de fortalecerse en el momento reciente de volatilidad, el dólar ha vuelto a depreciarse.

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

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

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

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

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

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

Con todo, el señor Soto plantea que las noticias coyunturales parecen ser insuficientes para alterar el panorama de política monetaria considerado en el *IPoM*, en el sentido de mantener un estímulo monetario prolongado y contemplar un aumento de la TPM en el segundo trimestre del próximo año.

Esto, prosigue, lleva a la segunda consideración para las opciones en la presente Reunión, que es la coherencia entre este mensaje de política y las medidas complementarias adoptadas en julio. Como se ha señalado en varias ocasiones, la utilización de medidas no convencionales ha tenido como objeto complementar, y no reemplazar, la conducción de la política monetaria, la que se sustenta en el nivel actual y las perspectivas para la TPM. Por lo tanto, la alteración de estas medidas se debe basar en la evaluación de si contribuyen o no a la decisión de política monetaria que se ha adoptado, en términos de que la TPM se mantendrá en un nivel bajo por un tiempo prolongado.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

A continuación, es el turno del Consejero señor Enrique Marshall, quien comienza su exposición agradeciendo al *staff* por el apoyo brindado.

El señor Consejero señala que las noticias del último mes no han cambiado significativamente el escenario perfilado en el último *IPoM*, pero han recordado que los riesgos de desviaciones siguen presentes.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

146-01-091112-Tasa de Política Monetaria

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

Comunicado

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

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

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

En octubre, el IPC y las diversas medidas subyacentes no mostraron variación. La dinámica salarial sigue acorde con sus patrones históricos. Se prevén registros de inflación anual reducidos en los próximos trimestres. Las expectativas de inflación de mediano plazo se han mantenido estables. El tipo de cambio real ha caído.

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

El Consejo estima que el ritmo de normalización de la TPM durante el segundo semestre del próximo año será más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros. Con ello, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 17:55 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 147
celebrada el 15 de diciembre de 2009

En Santiago de Chile, a 15 de diciembre de 2009, siendo las 9;00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular don José De Gregorio Rebeco, con la asistencia del Vicepresidente Subrogante don Manuel Marfán Lewis y de los Consejeros don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asisten también los señores:

Ministro de Hacienda Subrogante, don Alberto Arenas de Mesa;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División de Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División de Operaciones Financieras,
don Beltrán de Ramón Acevedo;
Gerente de División de Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División de Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Investigación Económica, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria,
don Enrique Orellana Cifuentes;
Asesor del Ministerio de Hacienda, don Igal Magendzo Weinberger;
Economista Señor, doña Erika Arraño González; y la
Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

El Presidente, señor José De Gregorio, junto con dar inicio a la Reunión de Política Monetaria Nº 147, señala que, de conformidad con el Reglamento que rige estas Sesiones, fija la Reunión de Política Monetaria correspondiente al mes de junio de 2010 para el día 15 de dicho mes.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann, para que presente la información sobre el escenario externo.

El Gerente de Análisis Internacional indica, en primer término, que la actividad continúa recuperándose a nivel global, y que la producción industrial y las exportaciones exhiben cifras en el margen positivas, tanto en economías desarrolladas como emergentes, dando cuenta de la evolución del sector comercio internacional y de la continuación del proceso de regulación de la actividad.

En materia de precios de viviendas, el señor Sergio Lehmann destaca las nuevas alzas registradas en varias economías, especialmente en el Reino Unido, Australia, Nueva Zelanda, así como los aumentos en el margen en Estados Unidos. No obstante, advierte que la persistente caída del precio de las propiedades comerciales se mantiene como factor de riesgo respecto de lo que puede estar desarrollándose durante el 2010.

A

El señor Lehmann, refiriéndose a las condiciones crediticias, menciona que si bien los indicadores de morosidad de los créditos totales *prime* y *subprime* hipotecarios han continuado aumentando, han tendido a moderarse en el margen. Agrega que la ejecución de hipotecas también ha continuado subiendo, pero también de manera bastante más moderada. La venta de viviendas, por su parte, muestra algún grado de recuperación, dinamizándose la de viviendas nuevas y viviendas existentes, por lo que tanto el tiempo que estas tardan en venderse como la construcción de viviendas se han desacelerado fuertemente respecto al máximo que alcanzó hacia fines del año 2008.

En cuanto a los créditos bancarios en Estados Unidos, el Gerente de Análisis Internacional reporta que han continuado cayendo y que la variación mensual continúa con signo negativo, aun cuando en el margen algunos ya están mostrando cifras positivas, como son los créditos hipotecarios. En todo caso, subraya que las caídas son bastante más tenues que las alcanzadas hace algunos meses, por lo que se puede afirmar que se está frente a un síntoma positivo.

La deuda pública bruta, continúa, se ubica en el nivel más alto en sesenta años y seguirá siendo un elemento de preocupación durante varios años más. Al respecto, informa que los gastos han tenido un aumento muy sustancial a propósito de la crisis, pero no de la magnitud de los registrados en los años cuarenta con motivo de la segunda guerra mundial, y que los ingresos cayeron durante los primeros meses del año, a raíz de la crisis y la caída de la actividad, por lo que el déficit fiscal ha aumentado de forma importante. De acuerdo con las proyecciones, señala que se espera que el déficit fiscal se va a mantener, e incluso aumentar algo más durante los próximos años, y que tenderá a estabilizarse en un nivel en torno al 100% del PIB. Al respecto, y respondiendo consultas de los señores Consejeros, el señor Lehmann aclara que de acuerdo con datos efectivos, la deuda pública bruta estará en torno a 80 - 100% del PIB, dependiendo del gasto efectivo en el cuarto trimestre, mientras que la deuda neta de activos asociados, como AIG, *Fannie Mae*, *Freddie Mac* y otros, bordea el 60% del PIB.

En materia de crecimiento, el señor Sergio Lehmann indica que las cifras dan cuenta de un crecimiento sin grandes cambios para el 2009, y ligeramente mayor a partir del 2010, por un Asia y una América Latina algo más dinámicas, y estable para el 2011.

Respecto de la inflación, el Gerente de Análisis Internacional hace presente que la inflación subyacente se mantiene moderada en las economías desarrolladas, agregando que ello es motivo de preocupación en el Banco, por cuanto los movimientos registrados por el IPCX e IPCX1 en Chile son significativamente más marcados en comparación con otras economías, como es el caso de Estados Unidos, la zona Euro y Japón, que tienen bastante estabilidad. En algunas economías emergentes, añade, también ha mostrado cierta variabilidad, pero menor que en Chile, como es el caso de Taiwán, Tailandia y República de Corea.

Las tasas de interés también han registrado movimientos, afirma, pero, en general, se han mantenido bastante más estables comparadas con el cierre del mes anterior. Reporta que se ha observado un aumento solo en el margen en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos, tanto de aquellas a 10 años y de forma algo más marginal en las a 2 años, asociado al indicador de actividad algo más optimista que el esperado, mientras que en la zona Euro las tasas largas muestran bastante estabilidad.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta cuál es la diferencia entre la tasa de política monetaria (TPM) objetivo y la tasa efectiva, a lo cual el señor Sergio Lehmann explica que esta última corresponde a la tasa *overnight* interbancaria. Agrega que ella ha estado en un nivel intermedio del rango definido para la tasa objetivo de la Reserva Federal (FED), aclarando que esta es la tasa a la que la FED presta a los bancos y no la Libor. En el caso de la zona Euro, en tanto, la diferencia, en general, es bastante más marcada, ya que la TPM es de 1%, pero la tasa efectiva está en torno a 0,5%.

El señor Marfán manifiesta que no tiene sentido que el Banco Central Europeo (BCE) establezca que su tasa de interés es de 1% y que la baje cuando resulta redundante, a lo cual el Gerente de División Estudios, señor Pablo García, menciona que el BCE ha mantenido esta disociación entre tener una tasa objetivo de 1% y validar tasas de mercado bastante más bajas que eso. Esa es una decisión que han adoptado y lo han hecho a través de operaciones de provisión de liquidez más barata, acota el señor Presidente.

El Gerente de División Operaciones Financieras, señor Beltrán de Ramón complementa, indicando que el BCE hizo otro cambio, que fue bajar la facilidad de depósito de -0,50 a -0,75%. Afirma que fue extraordinariamente expansivo, dado que la mitad del banco quería mantener el 1% y la otra quería bajar la tasa a 0,5%, y que, sin hacerlo, lo lograron.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que lo mismo le ocurre al Banco Central de Chile, ya que la tasa está en 0,5%, pero en 0,35% efectivamente, a lo cual el señor de Ramón añade que ello se debe a que el Banco también ha sido expansivo.

El señor Gerente de Análisis Internacional retoma su presentación, señalando que las paridades presentaron movimientos mixtos frente al dólar en el último mes y fuertes apreciaciones respecto de marzo último. En relación con la última RPM, destaca la significativa variación en Rusia, mientras que comparado con marzo de este año, se observa una apreciación generalizada de las monedas.

En materia de bolsas y *Credit Default Swaps* (CDS), el señor Sergio Lehmann da cuenta de movimientos mixtos durante el último mes. Destaca las caídas registradas en las bolsas de Dubai y Grecia, en el primer caso, producto de la amenaza que hubo de moratoria respecto de una empresa del Estado, mientras que en Grecia, debido a problemas fiscales. Agrega que los CDS de Dubai y de Grecia también aumentaron, mientras que en otras economías presentaron movimientos mixtos. Destaca, asimismo, que respecto al 15 de septiembre del 2008, varias economías exhiben rendimientos bursátiles positivos, es decir, han recuperado los niveles alcanzados en ese momento, y que en el caso de CDS, los movimientos están por debajo de aquellos registrados a esa fecha.

El señor Lehmann hace presente que si se observa con algo más de detalle la evolución de los CDS y del EMBI Global en aquellos países que, de alguna manera han generado cierta preocupación en el último mes, en el caso de Dubai se ve claramente el salto asociado a la amenaza de moratoria, así como la caída importante registrada el último día, dada la noticia de que el Banco Abu Dhabi va a apoyar a la empresa estatal. Por esta razón, el riesgo eventual de *default* tiende a disiparse de alguna manera, y, consiguientemente, se produce una caída importante en sus CDS. En Grecia, en tanto, los CDS han tenido una trayectoria hacia el alza, pero, de todas maneras, su nivel es bastante más bajo comparado con el EMBI Global, aun cuando se esté hablando de *spreads* en torno a 200 puntos base.

El Consejero señor Manuel Marfán solicita que le confirmen si Grecia y Portugal tenían *spread* CDS igual a cero hasta fines del año 2008, a lo cual el señor Beltrán de Ramón responde que era cercano a 10 puntos base sobre el bono alemán, que es el *benchmark*.

El Presidente aclara que esos puntos porcentuales son del monto del crédito, sobre la operación que se está cubriendo, y agrega que el CDS es una prima que se paga por una operación en caso que el cliente quiebre. Por su parte, el Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan, acota que es un porcentaje sobre el monto asegurado y que lo que se paga es lo que cae en no pago, o sea, la pérdida realizada. Para finalizar con este tema, el Presidente señala que la definición de *CDS spread* es la siguiente: *"the annual amount the protection buyer must pay the protection seller over the length of the contract expressed as a percentage of the notional amount"*, es decir el porcentaje sobre la cantidad nocional.

A continuación, el señor Lehmann menciona que las volatilidades de las monedas se han estabilizado en niveles más altos que los registrados antes de la crisis, especialmente en el caso de República de Corea, Australia e Indonesia. Añade que lo mismo ocurre en algunas economías de América Latina, y en Chile, en particular, esta está también ligeramente por encima del nivel de 2008.

Respecto de los mercados bursátiles emergentes y flujos de capitales, el Gerente de Análisis Internacional indica que los primeros han continuado una trayectoria positiva, destacando la dinámica que han tenido las bolsas en América Latina, lideradas particularmente por Brasil, y la estabilidad registrada en las bolsas de Europa emergente en el último mes. Los flujos de capitales, por su parte, han tenido un comportamiento bastante positivo durante ya varios meses, en línea con la recuperación de las bolsas.

En materia de volatilidad del mercado bursátil, el señor Sergio Lehmann señala que para las economías emergentes se construyó un indicador similar al VIX *(Volatility Index)* —que está asociado a S&P 500—, el que arroja que las volatilidades son bastante similares y muy en línea con lo observado en el año 2008.

Al continuar, el señor Lehmann reporta que los precios de *commodities* exhiben movimientos mixtos, destacando las alzas en los precios del cobre y de algunos otros metales. Los combustibles, en cambio, y el petróleo en particular, registran caídas bastante relevantes, de 10% aproximadamente, las que se reflejan en el índice agregado para energía, GSCI energía *(Goldman Sachs Commodities Index)*, que registra una caída en torno a 7 y 10%.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que no le parece tan claro que el alza de los alimentos se haya incorporado al índice GSCI granos y cereales, a lo cual el señor Lehmann muestra que, en términos de tendencias, sí se aprecia un aumento en los precios de los alimentos, y que en el último mes la caída en el precio del maíz tendió a compensarse con el aumento en el precio del arroz, y que el del trigo también aumentó.

Luego, el señor Sergio Lehmann informa que la Gerencia a su cargo realizó un ejercicio simple para entender cuál es la vinculación que está mostrando el precio del cobre con las importaciones de China, el que arrojó que, en términos de correlaciones cruzadas, se está observando que predomina una correlación negativa entre ambas variables, es decir, que se puede interpretar que las importaciones chinas tienden a aumentar en los períodos en los

cuales el precio es bajo, y que ellos reducen sus importaciones cuando los precios alcanzan niveles muy elevados. Luego, señala que se puede sostener que la dinámica que aparentemente está detrás de la lógica de los chinos es acumular reservas estratégicas cuando el precio tiende a bajar y desacumular cuando el precio tiende a subir. De hecho, indica que las cifras muestran que el precio antecede a las importaciones, o sea, reaccionan de alguna manera a los movimientos de precios.

Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán plantea que la regresión debería ser con rezago. Indica que si el precio es bajo y los chinos aumentan sus compras, entonces el precio sube, por lo que si la regresión se hace contemporánea, ello es cierto, pero si los chinos aumentan sus importaciones fuertemente porque el precio estaba bajo y como consecuencia de eso el precio sube, entonces el precio sube porque los chinos aumentaron, pero con rezago, o sea, no es contemporáneo.

En materia de precios, mirados con distintas denominaciones, el señor Sergio Lehmann menciona que, en general, se observa claramente un elemento importante asociado a la depreciación del dólar, ya que expresados en otras monedas el movimiento es algo más atenuado. En el caso particular del precio del petróleo, señala que las caídas son bastante más marcadas cuando se expresa en otras monedas, por lo que hay claramente un efecto asociado exclusivamente a la denominación. Además, tiene un efecto que está asociado a las elasticidades de monedas sobre precio que, de alguna manera, tienden a acentuar esta diferencia.

Asimismo, el señor Lehmann se refiere a índices agregados de algunos *commodities*, con base 100 al 2 de enero de 2006, los que dan cuenta de una recuperación de precios en la mayor parte de ellos y una dinámica más moderada en el caso de los combustibles.

El Gerente de Análisis Internacional menciona a continuación que la trayectoria del precio del oro ha estado bastante en línea con la variación del precio de otros *commodities*, aunque en un nivel claramente más alto que el resto de estos últimos, destacando que la diferencia central está en que este no registró la caída derivada de la crisis de *Lehman Brothers*, sino que, de hecho, tendió a aumentar en el margen.

Finalmente, y a modo de resumen, el Gerente aludido señala que se está proyectando un precio del cobre de US$ 2,70 la libra para el próximo año y también para el 2011, mientras que hay una ligera revisión del precio del petróleo WTI, respecto de lo observado algunos días atrás, que ha tenido también un correlato, particularmente en los futuros para el próximo año. Agrega que el precio de la gasolina también tiende a caer respecto de lo proyectado días atrás, tanto para el presente año como para los años 2010 y 2011.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la exposición del señor Sergio Lehmann y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Manuel Marfán manifiesta no advertir la correlación del precio del oro con los otros *commodities*, mientras que esta sí es evidente entre el índice de metales y el del cobre. El Consejero señor Enrique Marshall, en tanto, comenta que si bien hay una tendencia al alza, los distintos *commodities* tienen diferentes historias, ya que hoy día probablemente hay una fuerza muy grande tendiente a sustituir combustible en el mundo, que

pone en perspectiva el movimiento del petróleo en adelante, mientras que el cobre parece muy dominado por el desarrollo de China y su importación desde esa economía.

El Consejero señor Sebastián Claro destaca el caso particular de los alimentos, señalando que uno de los elementos que hay detrás dice relación con factores climáticos, como las sequías en el norte de Sudamérica y algunas inundaciones en China, que han tenido un impacto en los precios de los cereales y granos.

No habiendo más coméntarios, el señor Presidente concede la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto, para que exponga sobre el escenario nacional.

El Gerente de Análisis Macroeconómico comienza su exposición, mencionando que el Imacec, después haber registrado una variación negativa en septiembre, tuvo una variación mes a mes a de 0,4% y una variación interanual de -0,9% en octubre, bastante en línea con lo anticipado el mes previo. Señala que entre los componentes del Imacec destaca la recuperación bastante importante de las líneas vinculadas a inversión. Por el lado de la demanda, en tanto, la inversión todavía está más débil y entre los ítems que cayeron, la inversión fue justamente la línea que más cayó.

El señor Claudio Soto menciona a continuación que el comercio ha estado más bien dinámico, excepto el componente mayorista, que luego de haber tenido un repunte muy fuerte a mediados de año, ha tendido a estancarse.

Por el lado de las perspectivas de los empresarios, el Gerente aludido informa que todos los sectores tienen cada día perspectivas más optimistas respecto de la situación económica, salvo el sector construcción, que si bien está recuperándose, permanece en niveles pesimistas.

Respecto de la evolución de los inventarios en industria, el señor Claudio Soto reporta un pequeño quiebre de la tendencia a la baja que se había venido observando, ubicándose algo por sobre el promedio histórico, lo cual indicaría que la desestacionalización de existencias debería estar deteniéndose dentro de unos meses.

El señor Soto informa que las importaciones de bienes de capital también exhiben un cierto repunte, pero que todavía están a niveles bastante bajos comparados con los algo más de USD 600 millones mensuales que debiesen alcanzar el próximo año. Al respecto, plantea que quizás no es tan relevante compararse con los años 2007 y 2008, época del *boom* de inversiones en maquinarias y equipos, pero sí con las perspectivas para el 2010, respecto de las cuales aún están bajas en el margen.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico indica que los inventarios mostraron una fuerte caída en el tercer trimestre, llegando a niveles bastante por debajo de los promedios que tuvo desde el 2003 hasta el 2008. Esta desacumulación, explicada fundamentalmente por industria, podría estar tendiendo a una desacumulación de inventarios no deseada, en el sentido que hay un aumento en las ventas más rápido que el aumento de la producción, por lo que puede producirse un cierto rezago.

Las perspectivas de los consumidores, por su parte, exhiben un cierto retroceso en el margen en términos desestacionalizados, después de que el correspondiente índice de percepción registrara aumentos por varios meses. Explica que los datos de noviembre arrojan que las preguntas referidas a compra de bienes de consumo durables han seguido subiendo en el margen, en tanto que aquellas sobre la situación económica, la situación familiar y las perspectivas hacia adelante, tendieron a retroceder un poco en el margen.

Respecto de las perspectivas, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que el modelo de energía, que sirve para sostener la proyección de noviembre, indica que el Imacec crece 1,3% en doce meses, 0,1% mes a mes y que la velocidad es de 0%. Agrega que otro modelo con el que se están haciendo las proyecciones trimestrales, tiene implícito para noviembre una variación de 1,7% en doce meses y de 0,5% mes a mes. Explica que este es un modelo muy sencillo, que considera el Imacec pasado con el dato de energía del mes, y en el que la proyección del trimestre se basa en modelos tanto por el lado de la demanda para el consumo y para la inversión como por la oferta, por lo que el análisis para el trimestre resulta mucho más completo. Agrega que el 1,3% mencionado sirve para ajustar el juicio para el trimestre, indicando que si el dato del Imacec con energía fuera muy distinto del implícito, se tendría que ajustar la proyección del trimestre como un todo, esto es, si el dato de energía fuera de -2%, sería imposible tener el crecimiento de 1,1% que se proyecta para el trimestre. Añade que las variaciones de 1,3 y 1,7% están bastante en línea, por lo que el 1,3% calculado con el modelo de energía permite estar relativamente confiados de que la proyección para el trimestre como un todo es más bien correcta.

Al proseguir, el señor Claudio Soto hace presente que con ello se está corrigiendo el crecimiento para el año a -1,9% respecto de la RPM pasada, lo que se explica principalmente por la corrección del cuarto trimestre, que no está asociada a correcciones en sectores específicos, sino que influida por una corrección del IVA desde 4,3%, que se tenía en noviembre, a 1,9% en diciembre. En cuanto a los sectores, en el cuarto trimestre de 2009 se corrige principalmente construcción algo a la baja e industria y recursos naturales algo al alza. El sector resto como un todo, se corrige levemente a la baja.

Respecto del IVA, el Consejero señor Sebastián Claro señala que las cifras están indicando que la recaudación nuevamente fue menor. En su opinión, en una circunstancia como la actual, la evasión es significativamente mayor que en tiempos normales, lo que podría llevar a sobreestimar la caída del PIB si solo se considera la recaudación del IVA. En razón de ello, consulta si hay alguna corrección cíclica por ese efecto, ya que es sabido que en épocas de crisis, como la actual, hay mucha actividad que se realiza sin IVA.

El señor Claudio Soto aclara que las cifras expuestas corresponden a la medición del IVA y no a una estimación de algún componente dada la oferta implícita anterior. El Gerente de División Estadísticas, señor Ricardo Vicuña, explica que este es el IVA teórico, simplemente el consumo de cuentas que se le aplica a las tasas de impuesto del año base. Agrega que extrapola fundamentalmente lo que se está midiendo trimestralmente en consumo, obteniéndose el IVA teórico. No es recaudación efectiva, afirma.

El Vicepresidente Subrogante señor Manuel Marfán añade que prácticamente toda la evasión del IVA se concentra en transacciones nacionales e importaciones, salvo las de contrabando, que no están registradas en cuentas nacionales. De acuerdo con ello, entonces, si se tiene una caída muy brusca en el valor de las importaciones, puede haber un aumento en el

porcentaje de evasiones, aun cuando no aumente la evasión, sino que por el hecho que solamente la parte que evade tiene una mayor ponderación. A su juicio, eso es lo que está ocurriendo. Agrega que el IVA representa más o menos el 8% del producto, por lo que si se tiene una sorpresa en la recaudación de 2,5%, explica el 0,1% en la caída y la mitad entre el -1,7 y el -1,9% del PIB.

El señor Claudio Soto retoma su presentación, señalando que por el lado de la demanda también hay una corrección a la baja para el año y que lo más importante es que hay una corrección a la baja en inversión asociada a la sorpresiva e importante reducción de existencias en el tercer trimestre. Añade que, sobre la base de la información mensual de producción y ventas, se estima que la recuperación de la actividad de este trimestre y el próximo se daría con aumentos moderados en la velocidad del PIB. Informa, asimismo, que la velocidad del cuarto trimestre está en línea con la velocidad del PIB potencial y que la del primer trimestre de 2010 está algo por sobre ella. Hace notar también que si se revisan las velocidades históricas, y partiendo de niveles bastantes bajos, hoy se están observando velocidades no muy superiores a ellas, razón por la cual se habla ahora de velocidades moderadas.

Agrega que la dinámica para la variación de existencias que está implícita en estas proyecciones abre un foco de incertidumbre respecto de la velocidad deseada, ya que se podría dar que la variación de existencias deje de caer este trimestre o el próximo y se produzca un rebote hacia marzo del próximo año. Ese es uno de los focos de preguntas que abre este semestre, anticipa.

Al respecto, el señor Manuel Marfán sostiene que todo depende de cómo se defina velocidad histórica, ya que si se la define como la velocidad a la cual se sale de las recesiones, esa velocidad es bajísima. Añade que Chile normalmente ha salido rápido de las recesiones con velocidades muy altas, y que, incluso, en el año 1999 y en años previos, estas fueron muy altas, por lo que se puede afirmar que las actuales corresponden más bien a una salida moderada.

Esa moderación se refiere a la actividad real del PIB, sostiene el señor Enrique Marshall, ya que si se observa la demanda, no parece tan moderada. El señor Claudio Soto reitera que la reversión de las tasas de crecimiento en el escenario actual es muy parecida a lo que ocurrió en el año 1999 post crisis.

El señor Marshall agrega que la actividad se sigue mostrando débil y que antes de la crisis, esta y las importaciones ya lo eran. En su opinión, lo que va a empujar la actividad será la situación de la inversión y la recuperación de los durables, variables que tienen un fuerte componente importado, por lo que en la salida se va a observar un aumento significativo en las importaciones. Esa va a ser la señal, afirma.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que datos adicionales del cuadro macroeconómico del *IPoM* indican que se está pasando de una demanda interna que cae 7,4% este año a un crecimiento de 8,9% el próximo, mientras que en el año 1999 las variaciones fueron de 6,1 y 5,9%, respectivamente. Agrega que este año la caída de las importaciones es de 15,7% y se espera un crecimiento de ellas de 14,3% el próximo año. Al respecto, el señor Marshall comenta que la diferencia respecto de los años

1998 y 1999, es que entonces las exportaciones en el sector agrícola natural pudieron apoyar más, mientras que ahora presenta debilidades, por lo que no van a contribuir demasiado.

Al continuar con su exposición, el señor Claudio Soto informa que la tasa de desempleo se ubica por debajo del 10%. En términos desestacionalizados, esta presenta una segunda caída consecutiva por un aumento del empleo más bien generalizado. Señala que hasta el mes previo se observaba que los empleos por cuenta propia habían estado subiendo y que habían compensado la caída del grupo de asalariados, en tanto que en septiembre, por primera vez, se observó un aumento del empleo asalariado, compensando, a su vez, la caída del empleo por cuenta propia. En octubre, en cambio, se observó por primera vez que ambas categorías de empleo subieron con respecto al trimestre previo.

En relación con los salarios nominales, el señor Soto da cuenta de una moderación en su tasa de crecimiento en el margen. Hace presente que el costo de la mano de obra está creciendo 0,2% mensual aproximadamente y que si bien con ello los salarios reales, si se miden y se deflactan por el IPC, registran un aumento año a año, en realidad se han desajustado bastante, influidos por el deflactor utilizado. Explica que si se considera el deflactor del PIB, el panorama cambia bastante, ya que en vez de haber aumentos hay una caída.

El señor Soto, refiriéndose ahora al IPC, señala que la variación de -0,5% registrada en el mes constituyó una sorpresa, y que más allá de los elementos puntuales que sorprendieron a la baja, el índice registró caídas bastante generalizadas en casi todos los ítems. Reporta que las principales sorpresas se concentraron una vez más en vestuario, respecto del cual se esperaba una variación más bien clara y hubo una caída adicional; también llamaron la atención las tarifas eléctricas, ya que si bien se sabía que venía una indexación a la baja, la medición del INE arrojó un número más bajo que el esperado. Sorpresas adicionales provinieron de frutas y verduras, que tuvieron una variación cercana a 0%, menor, dado que debió haber habido un cierto aumento en noviembre por la estacionalidad. Con estos datos, el señor Soto informa que la velocidad en el margen tiende a reducirse.

En la proyección, prosigue, el principal supuesto que se modifica es el tipo de cambio. Indica que a ello se suma también una leve corrección a la baja en el precio de los combustibles, por lo que se tendría una proyección del IPC que se corrige a -0,4% en febrero y marzo, en tanto que recién en abril se tendría una variación anual del IPC positiva, de 0,3%. Detalla que dentro del horizonte de proyección, en general se tienen variaciones mensuales negativas en los próximos dos meses, en febrero sería cero y a partir de marzo recién se registrarían variaciones positivas mes a mes, producto de la estacionalidad de ese mes y factores estacionales, en general. Agrega que en el caso del componente subyacente no se observan espacios para que haya variaciones mes a mes positivas que permitan afirmar la convergencia de la inflación hacia el 3%.

En relación con la trayectoria del IPC, el señor Claudio Soto destaca que la principal corrección a la baja, respecto de la proyección anterior, se da por menores precios de los combustibles y el efecto del tipo de cambio en combustibles. Con todo, indica que, en adelante, la única parte donde se observarán incidencias positivas año a año será justamente en combustibles, dado que se espera que los otros componentes del IPC tengan una contribución negativa en la inflación.

Para finalizar en materia de inflación, menciona que los distintos modelos de series de tiempo avalan la trayectoria proyectada para el IPC.

Con relación al mercado financiero, el Gerente de Análisis Macroeconómico reporta que la noticia más relevante, respecto de la última RPM, es lo acontecido con las tasas reales, sobre todo las de los BCU-5 y BTU-20, que han mostrado aumentos relevantes, agregando que las tasas de los BCU-5 exhiben una trayectoria ascendente desde hace algunos meses.

Menciona que la Gerencia a su cargo cuenta con modelos que permiten estimar cómo se verían estas tasas. Plantea que un modelo simple de paridad predice que el promedio de estas tasas no sería muy distinto hasta noviembre y que, de hecho, los residuos son levemente positivos. Los datos promedio de diciembre, en tanto, indicarían que los residuos en el margen para los BCU-10 al menos, podrían estar en la parte superior del intervalo de confianza de la estimación, o sea, algo por sobre lo que dirían los modelos de paridad. Al respecto, el Presidente señor José De Gregorio agrega que las expectativas de inflación consideran el plazo del papel y que esas tasas son muy sensibles a las noticias de inflación, al menos en el caso de los BCU-5.

El señor Enrique Marshall sostiene que podrían estar incorporando expectativas de que la inflación va a permanecer muy baja por mucho tiempo, lo cual resulta muy complicado para muchos inversionistas por la forma como se contabiliza, citando que las compañías de seguros solamente devengan intereses, no devengan reajustes.

El señor Pablo García señala que lo que se busca con los modelos es determinar la magnitud de la diferencia respecto a la volatilidad tradicional que tienen estas variables, y que la diferencia resulta ser no mayor que 20 ó 30 puntos.

Respecto de las tasas de colocación, el señor Claudio Soto indica que se repite un fenómeno registrado en otros meses, esto es, se mantienen estables. En el margen, nuevamente se aprecia que las tasas están más bien planas, como es el caso de las tasas de colocación comerciales Precisa que hasta la semana anterior, la tasa de colocaciones de consumo de 3 años o más había tenido una caída bastante relevante y que con los datos adicionales del mes de diciembre esto se revierte. Destaca que la única que se ve con una cierta caída es la tasa de colocación de consumo con un plazo de 90-360 días.

En cuanto a los niveles históricos de las tasas, señala que resulta interesante observar que las tasas de colocación comerciales están por debajo de sus niveles históricos, mientras que las tasas de colocación de consumo están por sobre ellos, con niveles de inflación bastante más bajos ahora que en el pasado y con tasas de política más bajas. Lo interesante, reitera, es que en el caso de consumo no se había visto una desaceleración tan marcada.

El señor Claudio Soto, refiriéndose a los *spreads*, indica que se ha hecho una separación por plazo, observándose que los *spreads* a 30-89 días han bajado y están en niveles comparables a los que hubo en el período precrisis y en niveles bajos si se los compara con los exhibidos a comienzos de la década. Los *spreads* de 90-360 días, en tanto, se han mantenido por sobre los que llegaron a estar antes de la actual crisis, algo por debajo de lo que estuvieron en el momento de la crisis de 1999 y comparados con los valores históricos, no están más altos que a comienzos de la década. Los *spreads* de las colocaciones de 1 a 3 años,

por su parte, se ven bastante volátiles, incluso desde una perspectiva histórica, por lo que resulta difícil afirmar si estos son actualmente muy altos o muy bajos.

Al proseguir, el señor Soto menciona que las colocaciones registran una incipiente recuperación. Las colocaciones de consumo muestran variaciones desestacionalizadas al alza ya por algunos meses, lo mismo que las colocaciones para la vivienda medidas en UF. Las colocaciones comerciales, en cambio, aún no exhiben una recuperación clara, situación que va está más allá del tema de la moneda en que se midan, ya que haciendo un ejercicio de excluir las colocaciones comerciales medidas en dólares, el cuadro es exactamente el mismo, esto es, que en el margen todavía se ven variaciones mes a mes negativas.

El señor Enrique Marshall comenta que las cifras expuestas están muy afectadas por las grandes empresas, que constituyen el 60% del total, ya que el comportamiento de las empresas ha tendido a modificarse. Explica que en el período octubre-noviembre del año pasado, por un tema de aversión al riesgo, estas recurrieron significativamente al crédito bancario, y que, posteriormente, se han ido deshaciendo de ellos y han emitido bonos.

El señor Pablo García precisa que las cifras expuestas corresponden a variaciones mensuales, y que ellas dan cuenta de una subida después de julio, aumento que corresponde justamente a la mayor demanda por liquidez en el momento de la crisis. Señala que después cayó y que ahora se mantiene básicamente en torno a cero.

Al respecto, el señor Claudio Soto hace presente que un punto que ha estado también en la discusión es el efecto que podría haber tenido el Banco del Estado, en particular el haber sostenido las colocaciones comerciales de manera bastante notable durante este año. De no haber sido así, estas habrían registrado caídas incluso más intensas. Agrega que la política del Banco del Estado ha sido de apoyar este segmento, lo que no es tan claro en los otros segmentos ni en colocaciones de consumo e hipotecarias.

En cuanto al tipo de cambio, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que hubo una apreciación fuerte de la moneda durante el mes pasado, mientras que durante el presente ha permanecido sin mayores variaciones. Comenta que el tipo de cambio real está en 91, aproximadamente, y que ello se ha dado en un contexto de alta volatilidad de la moneda, detallando que la volatilidad intradía del tipo de cambio aumentó durante la crisis, luego tendió a disminuir, pero en el momento en que se produjo la apreciación de la moneda volvió a registrar un repunte.

Los mercados bursátiles, prosigue, se han mostrado más bien estables, en línea con lo que ha sucedido en otras bolsas latinoamericanas. Agrega que no se ven grandes diferencias, aunque sí un rendimiento relativamente mejor con respecto a bolsas mundiales por las caídas que estas han experimentado.

El señor Claudio Soto menciona a continuación que se había registrado un aumento fuerte en las velocidades de expansión de los agregados monetarios, que estas retrocedieron una vez que se instauró la FLAP, pero que este mes hubo un aumento nuevamente. Agrega que si se considera lo que indican los modelos en cuanto a cuál debiese ser la velocidad de crecimiento del dinero, aún se ve que quedan residuos negativos, es decir,

que aún hay espacio para que el dinero crezca o aumente sus tasas de crecimiento, dado los niveles en que está la tasa de política hoy día.

Respecto de las expectativas de mercado, el señor Soto indica que después del dato de Imacec de octubre se corrigieron de manera relevante a la baja para el cierre de año. Añade que habían estado bastante estables, en torno a 1,5%, pero que ahora se ubican en -1,8%, bastante en línea con lo proyectado. Para el 2010 aumentan levemente y se ubican en 4,5%, más bien dentro del escenario del rango de proyección que se vio en el *IPoM* pasado.

El señor Claudio Soto continúa, mencionando que las expectativas inflacionarias que se desprenden de los activos financieros muestran alta volatilidad. De hecho, señala que si se consideran los promedios de los últimos meses hasta lo que aconteció justo después de la RPM, se ve una caída importante y que ha tendido a tener una cierta reversión en los últimos días, que ha aproximado la compensación de vuelta a 3%. Agrega que si se consideran los bonos, las compensaciones uno a uno se han mantenido entre 1 y 2% ya por varios meses.

En cuanto a las perspectivas para la tasa de política monetaria, el señor Soto informa que se frenaron respecto de la última RPM y están indicando una tasa de 1,2% aproximadamente en julio de 2010 y una de 2,9 – 3% a diciembre del próximo año, más plana que lo que se tenia en noviembre, pero algo más empinada respecto de lo que se tenía en el *IPoM* de septiembre. De todas maneras, destaca que se observa una cierta convergencia entre las expectativas de tasa derivadas de la curva *forward*, las encuestas de expectativas y lo que responden los operadores de mesas de dinero.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación del Gerente de Análisis Macroeconómico y ofrece la palabra para comentarios.

El Consejero señor Manuel Marfán se refiere a la aceleración de la inflación, comentando que esta fue lejos más significativa antes de la crisis. Sostiene que el *pass through* en Chile, pensando principalmente en el precio del petróleo, es aparentemente muy superior al que tienen otras economías, introduciendo probablemente una significativa complicación. Menciona que otras economías que tienen metas de inflación las miden de otra manera, con medidas de inflación que eliminan ese tipo de volatilidad frente a la cual no se puede hacer nada. Agrega que el precio del petróleo está por sobre su precio de largo plazo, por lo que quizás es un buen momento para pensar en que el indicador a monitorear para efectos de la meta de inflación debiera depurarse de los elementos que no se controlan por la política monetaria. El señor Marshall manifiesta compartir lo expuesto por el señor Marfán y el señor José De Gregorio acota que Chile también presenta una inflación subyacente muy superior a la de otros países.

Al respecto, el señor Pablo García señala que estima que hay dos temas que considerar: el primero, que si la meta que se quiere alcanzar es sobre alguna medida de inflación subyacente que excluya estas volatilidades. Plantea que para efectos concretos de las proyecciones que se están aplicando estos días no haría mucha diferencia, porque todas las medidas están convergiendo a 3%. Luego, en la medida que se tengan cambios en los precios de *commodities* que sean suficientemente importantes en el horizonte de proyección, ahí sí que se podrían dar diferencias, aunque se suponga que la inflación subyacente va a estar claramente en un nivel distinto que su nivel total en cuatro años plazo. Agrega que en ese caso sí que se podrían producir diferencias y que ello requiere tener un diagnóstico de precios de

commodities con tendencias bien claras de aquí a dos años y no solamente un nivel plano, como es la métrica que se utiliza con futuros. En cuanto al segundo punto, manifiesta que para efectos de la coyuntura de evaluar qué es lo que ocurre con la inflación, en la División de Estudios se hace esa distinción, esto es, no solo se ve la inflación total, sino que toda la dinámica de costos, de brechas y de holguras, así como el tipo de cambio, y lo más persistente viene también influyendo la inflación subyacente sin alimentos y energía.

El Consejero señor Manuel Marfán recalca que desde un año a esta parte la diferencia entre la inflación anual es de más de 10 puntos y eso es algo que no le ha sido indiferente al resto de las sociedad como tampoco resulta ser la evaluación que ellos tienen respecto al Banco. Agrega que hace doce meses se pensaba que la inflación llegaría a 10%. Dicho índice llegó a algo más de 9% y ahora está en 12%. Al respecto, menciona que hay que considerar cómo reaccionan las encuestas de expectativas y la forma como la gente proyecta la inflación. A su juicio, la principal diferencia, tanto por el aumento de la inflación el año pasado como por la enorme caída de este año, se explica, en parte, por el *pass through* de los precios externos. Plantea que el problema del Banco es que no puede monitorear los precios internacionales, en tanto que en gran parte sí puede monitorear y tener influencia sobre los aspectos de segunda vuelta que tienen su impacto en la inflación. Agrega tener la impresión que la política monetaria es más estable o hay una volatilidad innecesaria con la política monetaria en la medida que las expectativas y la formación de precios está muy cargada a los impactos de primera vuelta por las variaciones de los precios internacionales.

El Presidente, señor José De Gregorio recuerda que el Banco subió la tasa cuando la inflación de segunda vuelta comenzó a subir y no la inflación de primera vuelta, agregando que allí hay una discusión respecto de si la primera vuelta traía mucha segunda vuelta o no, que es precisamente el punto central de la política monetaria. El Banco estimaba una inflación a 9,9% con una tasa de política monetaria en 8,25%, lo que es una cuestión incomprensible, salvo que se argumentara que lo que ocurría era que la inflación era menor eliminando los precios de alimentos, pero cuando se empezó a subir la tasa, en mayo del año pasado, fue cuando esa inflación comenzó a subir. Luego, indica que la pregunta que formula el señor Marfán es muy relevante y tiene que ver con esta tradicional discusión acerca si se tiene que mirar el subyacente o el total al momento de la decisión, y esa es la parte complicada, porque la economía, aparte de tener muchos *shocks* externos, también pareciera tener harta propagación.

El señor Manuel Marfán manifiesta creer que se miraron mucho los efectos de segunda vuelta, si bien en su voto, al menos, lo que más pesó fue que se dispararon las expectativas a dos años. Recuerda que lo que se tenía era que aproximadamente la mitad del mercado le creía al Banco y la otra mitad estaba sesgada al alza, recalcando que el que no le crean al Banco es lo más grave que le puede pasar en un contexto adverso de inflación, a pesar que se estime que se está haciendo la mejor política. Hubo que reaccionar y fuerte. En resumen, el señor Marfán propone pensar en una posición para el futuro, ya que le parece que este es el momento para hacerlo.

El señor Pablo García cree entender de lo planteado que el hecho de tener una meta basada en inflación total hace que las tasas de inflación sean demasiado volátiles, porque si se tuviera una meta basada en inflación subyacente que fuera el 3% también, quizás eso llevaría a que las expectativas de inflación subyacente fueran menos sensibles a *shocks*.

No habiendo más comentarios, el señor José De Gregorio da por finalizada la sesión de la mañana, señalando que la reunión de la tarde comenzará a las 14:00 horas.

Siendo las 14:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 147, dejándose constancia que el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco excusó su asistencia en razón de encontrarse en París con motivo de la invitación que la OCDE cursó a Chile para convertirse en miembro de esa Organización. Por este motivo, será subrogado durante la sesión de la tarde por el Director de Presupuestos, señor Alberto Arenas de Mesa.

El Presidente, señor José De Gregorio, ofrece la palabra al Gerente de División Estudios, señor Pablo García, para que presente las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión.

El señor Pablo García comienza su intervención, recordando que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo mantuvo la tasa de interés y anunció, además, la reducción paulatina del plazo máximo de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), que, de hecho, comenzaría el día anterior, 14 de diciembre. Señala que en dicha Reunión se indicó también que ello era coherente con una TPM que se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% por un periodo prolongado, al menos hasta el segundo trimestre del próximo año.

A continuación, el señor García da cuenta de las principales noticias desde la última Reunión. En primer término, menciona que en el ámbito externo las perspectivas de un mejor entorno de crecimiento se han mantenido, aunque las noticias coyunturales siguen mixtas, persistiendo un desempeño débil del mercado laboral en el mundo desarrollado. Informa, asimismo, que en los mercados accionarios la volatilidad ha vuelto a disminuir y las valoraciones bursátiles han repuntado. Los precios de los productos básicos, por su parte, se han mantenido altos, en un contexto de menor debilidad del dólar, en el que se destaca el surgimiento de episodios de turbulencia y el hecho de que sigue presente el desafío de consolidación fiscal en varios países, lo que ha presionado algunas primas de riesgo soberano.

A nivel local, prosigue, las perspectivas de crecimiento de corto plazo son ligeramente menores a las consideradas el mes pasado, a raíz de la acentuación de la caída de las existencias. Plantea que no obstante que el Imacec de noviembre sorprendió negativamente al mercado, persiste el diagnóstico de repunte de la actividad y la demanda, entrando ya en las proyecciones del primer trimestre del 2010 (expansiones anualizadas de 4,6; 4,8 y 5,9%, respectivamente, desde el tercer trimestre de este año hasta el primero del próximo). Respecto del mercado laboral, destaca que sigue dando muestras de una recuperación en el ciclo.

Luego, hace presente que en septiembre, la inflación del IPC fue inferior a la prevista tanto internamente como por el mercado, debido, en lo fundamental, a menores precios de los alimentos y vestuario, y que hacia los próximos meses se incorporan noticias por el lado de un menor precio en dólares de los combustibles y un tipo de cambio en torno a $500, por lo que, en suma, estos antecedentes reducen en cerca de ocho décimas la inflación anual proyectada a abril del 2010, pero solo la mitad de ello con respecto al escenario del *IPoM* de septiembre.

Para finalizar su reporte, el señor Pablo García indica que las tasas de interés de colocación se mantuvieron estables y que el volumen de crédito ha tenido un repunte leve en

algunos segmentos, en tanto que el peso, luego de la apreciación reciente, ha tendido a mantenerse estable.

A continuación, el señor García plantea que debido a la pronta divulgación del *Informe de Política Monetaria (IPoM)* de diciembre, es natural que, en esta ocasión, la principal consideración para las opciones sean las proyecciones de dicho *Informe* y la trayectoria implícita de la TPM.

En general, el Gerente de División aludido señala que las perspectivas macroeconómicas son similares a las consideradas en el *IPoM* de septiembre y que, desde el punto de vista de la política monetaria, la trayectoria implícita para la TPM sigue considerando un escenario de incrementos a partir del segundo trimestre del próximo año, hasta un nivel de 2 a 2,5% hacia el cuarto trimestre. Luego, en el curso del 2011, el proceso de normalización proseguiría a un ritmo aproximadamente de dos alzas de 25 puntos base cada tres reuniones, versus lo que se tenía en septiembre, que era en torno a cuatro alzas cada cinco reuniones, tomando en cuenta el promedio de las trayectorias del MEP y del MAS.

Refiriéndose a la trayectoria implícita en los precios de activos, el señor Pablo García informa que se considera un proceso de normalización similar durante la segunda mitad del 2010, para luego ser algo más intenso en el curso del 2011, básicamente un aumento de 25 puntos base por reunión, mientras que las expectativas de analistas están más alineadas con la trayectoria con más proyección que se tiene.

En términos de lo que es un escenario base construido como el promedio de las proyecciones de los modelos utilizados habitualmente, el señor García sostiene que la opción más plausible para la presente Reunión es mantener la comunicación de política de la RPM del mes pasado, esto es, señalar que la TPM se mantendrá en su nivel mínimo al menos hasta el segundo trimestre, que su ritmo de normalización, principalmente durante el 2011, será más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros. Complementariamente, anticipa que este ritmo será similar al que se deduce de la encuesta mensual.

Agrega que la posibilidad de escenarios alternativos puede también considerarse en la decisión de la RPM. En particular, indica que un escenario internacional menos boyante y/o una recuperación cíclica de la demanda interna menos vigorosa reducirían las presiones inflacionarias y podrían llevar a una trayectoria de la TPM más estimulativa, agregando que lo contrario también puede ocurrir. Agrega que otros escenarios de riesgo, vinculados a los movimientos internacionales de paridades o flujos de capitales, pueden también tener implicancias sobre el ritmo de normalización de la política monetaria.

Con relación a aspectos comunicacionales y tácticos, el señor Pablo García sugiere que se señale que no existen expectativas de cambios en la instancia monetaria en esta ocasión, que el foco de la atención está puesto en las proyecciones del *IPoM* y el mensaje asociado de política monetaria, el que debe ser coherente con el comunicado de la RPM.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la presentación del señor Pablo García y concede la palabra al Gerente de Investigación Económica, señor Luis Felipe Céspedes, para que exponga sus comentarios.

El señor Gerente de Investigación Económica da cuenta que en los últimos meses, en particular este último mes, se ha observado una importante reducción en los registros de inflación y en las proyecciones de corto plazo para la misma, y que similar comportamiento muestran las proyecciones de inflación de mediano plazo.

El señor Luis Felipe Céspedes indica que las holguras de capacidad serían en el margen algo más amplias que las esperadas en meses previos, y que ello, sumado al hecho que la TPM se encuentra en su mínimo efectivo, lleva a la conclusión directa que la actual estrategia de política monetaria no debiera verse afectada. Sin embargo, señala que cabe mencionar los riesgos que presenta el escenario actual. En su opinión, el principal riesgo es que el estímulo monetario sea menor al necesario para estimular la actividad y generar un cierre de brechas acorde con la convergencia de la inflación a la meta del 3% del horizonte de la política monetaria. Dado que se está en el mínimo efectivo para la TPM, plantea que la forma de entregar suficiente estímulo monetario a la economía es ajustando fuertemente la estructura de tasas del mercado, reduciéndola y/o generando suficientes expectativas de inflación que reduzcan las tasas reales hoy. Al respecto, informa que los antecedentes muestran que las tasas más largas se ubican en niveles similares a los exhibidos en períodos de brechas cercanas a 0, con tasas de inflación cercanas a la meta. Si estas tasas comienzan a ser las más relevantes en el marco de una normalización de los canales del crédito, es posible que estas sean más altas que lo requerido dada la situación cíclica de la economía.

Respecto de las expectativas de inflación, el señor Céspedes manifiesta que lo clave en este episodio es cuán persistente será la dinámica inflacionaria, explicando que si es más persistente, se requerirá generar más expectativas inflacionarias en el futuro para poder dar el suficiente estímulo monetario. En este escenario, continúa, no se puede descartar un efecto adverso adicional, un aumento contractivo de los salarios reales producto de la deflación y las cláusulas de no indexación negativa. Subraya que el contexto delineado lleva a estar muy atento a utilizar todos los mecanismos disponibles en caso que se produzcan o se puedan producir caídas adicionales a la inflación en el corto plazo.

Finalmente, el señor Luis Felipe Céspedes hace mención a la importancia que, en su opinión, jugará el sistema financiero en este episodio. Recuerda que en la crisis asiática, el PIB transable siguió una trayectoria más positiva que la que se observa hoy, lo que es evidente producto del mejor estado de la economía internacional en ese momento, incluso avalado por la rápida recuperación de las economías asiáticas en aquella época. Agrega que el tipo de cambio real, no obstante no se depreció inicialmente producto de la acción de la política monetaria, se depreció de manera significativa en trimestres posteriores, lo que marca una diferencia importante respecto de lo que se está viendo hoy. Destaca que esto es relevante, por cuanto la recuperación que se observe hoy tendrá que tener un componente doméstico más importante y eso requerirá que aquellos canales de transmisión de la política monetaria operen de manera acorde, en particular el canal del crédito. Si en una recuperación cíclica típica de una economía abierta se observa una fuerte depreciación real del peso, la que lleva a la economía a expandir su sector transable, este es, a su vez, el que lidera la recuperación. En una recuperación cíclica basada en el sector doméstico, en tanto, se tendrá que ver una recuperación del crédito doméstico. Si bien existen algunas señales positivas en esta dirección, advierte que no parecen ser suficientes aún para augurar un rápido despegue.

El Presidente agradece los comentarios del señor Luis Felipe Céspedes y concede la palabra al señor Ministro de Hacienda Subrogante, señor Alberto Arenas.

El señor Alberto Arenas señala que, si bien no le fue posible asistir a la reunión de la mañana, ha leído con mucho interés la minuta de antecedentes y el documento de opciones. Indica que de estos documentos se desprende que desde el último *IPoM* las noticias han sido de magnitud acotada y que prácticamente todas apuntan a un mayor riesgo de la inflación, por lo que se tardará más que lo entonces previsto en converger a la meta. Agrega que la actividad ha sido algo menor, porque las brechas de capacidad han sido algo mayores, y que las tasas de interés de mercado han mostrado un leve aumento y se han mantenido por sobre lo que se considera coherente con la trayectoria más probable de la TPM.

El tipo de cambio real, prosigue, se ha apreciado y la inflación ha tenido una trayectoria algo menor. Sostiene que en tiempos normales probablemente se estaría debatiendo si es necesario reducir la TPM en 25 puntos base, pero que esta no es una alternativa real hoy por hoy. Plantea que otra alternativa es prolongar el compromiso de mantener la TPM baja. Hace presente que, a su juicio, es importante que esto quede reflejado de la manera más transparente posible en el comunicado. A su vez, menciona que también es importante que el Consejo continúe analizando la necesidad de implementar medidas extraordinarias adicionales, de modo de actuar oportunamente en caso que se estime necesario para asegurar conseguir la meta de inflación. Al respecto, estima que el *IPoM* puede ser una buena plataforma para explicar al mercado que estas herramientas no convencionales están disponibles y que se usarán en caso que los determinantes de la inflación futura se mantengan en niveles que no son coherentes con la meta. Esto daría una señal potente del compromiso del Consejo con sus objetivos de política, concluye.

El Presidente, señor José De Gregorio, agradece la intervención del señor Arenas y no habiendo más comentarios, da paso a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que, en términos generales, las cifras confirman las proyecciones internas para la actividad, que la velocidad de recuperación es similar a la proyectada anteriormente y que las perspectivas de recuperación para los próximos trimestres continúan vigentes. Menciona que el dato de inflación fue más bajo que lo esperado, lo que sugiere alguna nota de cautela, confirmando que la inflación se mantendrá en el rango bajo cero por algunos meses, aunque las perspectivas hacia el mediano plazo siguen reflejando un aumento gradual de la inflación.

Respecto del ámbito internacional, señala que la recuperación ha seguido su curso, aunque existe la percepción —en parte justificada— de que la situación del sistema financiero es frágil y que los riesgos están sesgados hacia una actividad menos dinámica. Estas dudas todavía mantienen a los mercados de crédito con muy baja actividad y la demanda por liquidez en niveles muy altos, lo que justifica las políticas monetarias altamente expansivas que siguen vigentes en el mundo.

En Chile, continúa, la actividad y la demanda comienzan a recuperarse y la tasa de desempleo da señales de estabilización, lo que es un signo positivo. No obstante, pone una nota de cautela, que también mencionó en la Reunión anterior, respecto de la evolución de los salarios. En su opinión, los salarios reales siguen al alza, aunque a tasas decrecientes, lo cual es positivo, pero que, de acuerdo con las cláusulas de indexación habituales, los salarios nominales todavía siguen creciendo por sobre eso y alejándose. Reitera que esta es una nota de cautela respecto de que la dificultad de los salarios de ajustarse a las condiciones cíclicas

puede dificultar el ajuste del empleo; de lo contrario, abre dudas sobre la correcta medida de brechas.

El señor Sebastián Claro hace presente que el mercado crediticio continúa restringido y que la demanda por liquidez de los bancos continúa siendo alta. Agrega que algunos mercados financieros específicos han estado muy activos y que, en parte alimentados por la alta liquidez doméstica e internacional, han mostrado mucha actividad con incrementos sustanciales de precios. Con todo, sostiene que los bancos, las empresas y consumidores continúan actuando con mucha cautela.

En cuanto a la inflación, el señor Claro indica que las presiones a mediano plazo continúan en rangos acotados, en parte por la falta de dinamismo del crédito y la actividad, y también por la caída en el tipo de cambio, que es un fenómeno que debiera mantenerse. Por ahora, estima que no se avizoran cambios en la tendencia de la actividad y en la preferencia por riesgo que produzcan cambios en las decisiones de consumo e inversión y en las decisiones de portafolio que justifiquen cambiar el curso de la política monetaria. En su opinión, esto explica la necesidad de mantener una política monetaria expansiva, lo que implica seguir con la TPM en su nivel actual y continuar con el calendario preestablecido para eliminar la FLAP.

Respecto de la trayectoria futura de la TPM, el Consejero señor Sebastián Claro piensa que la señal adecuada es una de no innovar respecto de las señales entregadas con anterioridad. Así, concuerda con lo expresado en la Minuta de Opciones, en cuanto a que el proceso de normalización esperado durante el 2010 es similar al implícito en las expectativas de los analistas y en la trayectoria de los precios de los activos.

En suma, el Consejero señor Sebastián Claro vota por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50%.

A continuación, toma la palabra el Consejero señor Enrique Marshall, quien comienza su exposición agradeciendo al *staff por* el apoyo brindado.

El señor Enrique Marshall señala que se llega a esta Reunión al finalizar el proceso de preparación de un nuevo *IPoM*, lo que implica un ejercicio completo de revisión y actualización del escenario base.

El señor Marshall comenta que el panorama, por lo menos en cuanto a sus implicancias para la política monetaria, no es muy distinto del visualizado con anterioridad, y que en el frente externo los mercados financieros continúan entregando señales positivas, por lo que la recuperación, particularmente la esperada para el próximo año, se reafirma, mientras la inflación sigue contenida en general.

No obstante lo anterior, el señor Enrique Marshall plantea que sí existen desarrollos que despiertan preocupación, ya que los precios de las materias primas han subido y podrían observar nuevos incrementos, lo que podría afectar la trayectoria futura de la inflación mundial, con sus consiguientes efectos internos.

El Consejero señor Marshall menciona a continuación que si bien los mercados financieros se han estabilizado, en medida importante por el apoyo brindado por las autoridades, siguen presentes riesgos y amenazas que se relacionan con problemas estructurales aún no resueltos satisfactoriamente. Al respecto, destaca la crisis que afectó a

Dubai en las últimas semanas, y la preocupación surgida en torno a las clasificaciones de riesgo soberano para algunos países europeos, que han servido de recordatorio en tal sentido. A ello agrega la incertidumbre respecto del retiro de las políticas de estímulo, que han sido cruciales para restablecer la estabilidad financiera y promover la recuperación.

El señor Enrique Marshall estima que para las economías emergentes, un factor de especial preocupación es la apreciación de sus monedas, que se produce en un contexto de debilidad del dólar y de búsqueda de retornos por parte de los inversionistas.

En el frente doméstico, hace presente que los mercados financieros no han deparado sorpresas y siguen reflejando bastante normalidad y que, con todo, las tasas largas muestran un leve incremento, que debe ser seguido con atención.

El peso, prosigue, afectado por fuerzas apreciativas en el último tiempo, ha mostrado bastante volatilidad en torno de los niveles previamente alcanzados, haciendo hincapié en que las implicancias de todo ello deben ser procesadas cuidadosamente.

Luego, el señor Consejero señala que los agregados crediticios han tendido a estabilizarse en general y que, en lo fundamental, su comportamiento da cuenta de un proceso perfectamente normal de ajuste de posiciones financieras de parte de los clientes y los bancos, condición necesaria para sostener una vigorosa recuperación posterior.

Las cifras del tercer trimestre, añade, muestran que la recuperación se encuentra en marcha, pero introducen una nota de cautela respecto de la fuerza que podría alcanzar. Sin embargo, las perspectivas de una recuperación más vigorosa que la observada hasta ahora siguen bien sustentadas, ya que las expectativas de empresarios y consumidores han seguido evolucionando positivamente; las condiciones macroeconómicas no imponen restricciones al crecimiento; la política monetaria continúa y continuará ejerciendo estímulo; el sistema financiero muestra todas las fortalezas necesarias para cumplir con sus funciones; el mercado laboral comienza a entregar señales de estabilización, mientras la masa salarial se expande.

Por ello, manifiesta que a medida que la confianza de los agentes avance hacia su pleno restablecimiento, la fuerza de la recuperación debería mostrar una creciente intensidad.

Respecto de la inflación anual, el señor Enrique Marshall indica que se mantiene en territorio negativo, y que las perspectivas de corto plazo apuntan a que esta permanecerá en niveles bastante bajos, para iniciar una gradual convergencia hacia el 3% a medida que los ajustes de precios que se han observado concluyan y se afirme la recuperación de la actividad. Sobre esta materia, es de opinión que el mercado tiene una visión bastante similar, si bien persiste algún grado de incertidumbre sobre la trayectoria de la inflación más allá del corto plazo.

Al continuar, menciona que la curva de expectativas para la TPM se ha moderado, pero mantiene un grado de empinamiento más allá del corto plazo, y que los analistas han asumido las señales entregadas por el Banco Central, suponiendo, en promedio, que el ajuste de la TPM se iniciaría en el tercer trimestre del 2010.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall señala que el escenario macro se muestra bastante alineado con lo previsto con anterioridad, por lo que se mantiene plenamente

vigente la recomendación de política en orden a mantener la TPM en su actual nivel por tiempo prolongado. Esto implica que, en el escenario más probable, ella debería permanecer en dicho nivel por lo menos hasta el segundo trimestre del próximo año.

Para finalizar, el señor Marshall subraya que la política monetaria ha apoyado decididamente la recuperación y debe seguir cumpliendo ese rol, agregando que, por el momento, el principal riesgo que enfrenta el Consejo es retirar el estímulo monetario prematuramente, antes que esa recuperación se encuentre suficientemente asentada.

En suma, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la TPM en su actual nivel de 0,50%.

El Vicepresidente Subrogante señor Manuel Marfán inicia su intervención, agradeciendo el análisis del *staff*, señalando que en esta oportunidad se beneficia de la cercanía del *IPoM*, y que hace suya la lista de antecedentes del punto 2 de la Minuta de Opciones, a la que añade los siguientes comentarios.

En primer término, el señor Manuel Marfán menciona que al anunciar el retiro de la FLAP, en la Reunión anterior, había incertidumbre respecto del impacto que pudiera haber sobre las perspectivas de la política monetaria futura. Al respecto, indica que tanto las encuestas de expectativas económicas como la encuesta a los operadores de mesa de dinero, así como también los precios de los activos financieros, dan cuenta de una trayectoria futura más expansiva que la de la RPM de noviembre, con una diferencia en la tasa en torno a 50 puntos base hacia el segundo trimestre del próximo año, respecto de lo que había hace un mes atrás.

En segundo lugar, menciona que los precios financieros todavía se sitúan algo por sobre las encuestas y lo que el Banco Central considera más adecuado en su escenario central. Agrega que la apreciación del peso ha sido también brusca e inesperada en lo más reciente. Con todo, afirma que desde que detonó la crisis financiera global, la evolución del tipo de cambio de punta a punta no ha diferido del de las demás monedas comparables.

A juicio del señor Marfán, en lo esencial, el próximo escenario base contemplado por el *IPoM* de este mes, para efectos de la política monetaria, no difiere sustancialmente del de septiembre pasado, esto es: un escenario de crecimiento moderado, con cierre de brechas en el horizonte de política; una inflación que en todas sus medidas converge desde abajo hasta el centro del rango meta en 24 meses; y, una política monetaria que contempla un retorno suave y gradual a la normalidad, que se iniciaría hacia el segundo trimestre del próximo año. Añade que el escenario de riesgo, sin embargo, aún no está definido.

En este contexto, el Vicepresidente Subrogante señor Marfán manifiesta que la decisión de hoy de mantener la tasa en su nivel actual de 50 puntos base es obvia, y que lo más relevante es el contenido del Comunicado que, a su juicio, debiera ser equivalente al de la Reunión anterior, respecto de las perspectivas de la política monetaria.

Para finalizar con la votación, el Presidente, señor José De Gregorio, indica que al igual que el mes pasado, el escenario actual no dista significativamente del último *IPoM*, el cual, a su vez, es similar al que se presentará el miércoles 16 de diciembre ante la Comisión de Hacienda del Senado

Señala que, aunque los últimos registros de actividad e inflación presentaron algunas sorpresas, en ambos casos algo por debajo de lo proyectado, estuvieron dentro de rangos razonables para afirmar que se sigue en una senda de recuperación con perspectivas de inflaciones que permanecerán bajas por un tiempo, para comenzar a subir y a converger a la meta en el horizonte de política.

Más allá de algunos *shocks* financieros en la economía global, que revelan que la situación aún no se ha normalizado, el señor José De Gregorio menciona que la recuperación global continúa y con riesgos que aún persisten. Más aún, plantea que las recientes rebajas en la clasificación de la deuda pública de algunos países atestiguan que la situación fiscal en muchas economías es vulnerable y los costos de las expansiones fiscales en economías que partieron de una situación frágil no son menores. En su opinión, en el futuro se seguirán observando algunas turbulencias y *shocks* financieros negativos, del tipo observado recientemente, lo que requiere de un cuidadoso monitoreo del escenario internacional, que es, precisamente, lo que conduce a predicciones de una recuperación mundial pausada. Con todo, y habida cuenta de los riesgos externos, el señor De Gregorio estima que el panorama inflacionario para nuestra economía sugiere que el estímulo monetario actual se debe seguir manteniendo por un período prolongado.

El señor Presidente subraya, tal como indicara el Ministro de Hacienda Subrogante, que tampoco se puede descartar el uso de políticas no convencionales para asegurar el logro de la meta, aunque esto no le parece aconsejable en esta Reunión, dado que en el escenario central la convergencia a la meta se logrará con la mantención de la tasa hasta al menos el segundo trimestre del próximo año.

A juicio del señor De Gregorio, para considerar estas medidas no convencionales se deberían observar precios de activos desalineados de manera significativa de lo estimado como necesario para producir el cierre de brechas y el alza en la tasa de inflación.

En razón de lo anterior, el Presidente, señor José De Gregorio, vota por mantener la TPM en 0,5%.

147-01-091215 - Tasa de Política Monetaria

El Consejo aprobó, por la unanimidad de sus miembros, mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual.

Comunicado

"En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central de Chile acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,50% anual.

En el ámbito externo, los datos recientes reafirman las perspectivas de actividad global para el próximo año, que han incidido en una progresiva estabilización de los mercados financieros. Los precios de los productos básicos han tenido movimientos mixtos.

En el plano interno, la información disponible sugiere que la actividad y la demanda se están expandiendo en el segundo semestre. El empleo ha crecido y la tasa de desocupación ha comenzado a reducirse. Las condiciones crediticias han mejorado en el margen, pero se mantienen estrechas.

En noviembre, el IPC y las diversas medidas subyacentes mostraron reducciones. La dinámica salarial sigue acorde con sus patrones históricos. Se prevén registros de inflación anual reducidos en los próximos trimestres, mientras que las expectativas de inflación de mediano plazo se han mantenido estables.

El Consejo considera que el entorno macroeconómico es congruente con una TPM que se mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% hasta al menos el segundo trimestre del próximo año, y que su ritmo de normalización será comparable a las expectativas de la encuesta mensual y más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros. Con ello, reitera que continuará usando sus políticas con flexibilidad para que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 15:15 horas.

MANUEL MARFÁN LEWIS
Vicepresidente Subrogante

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

SEBASTIAN EDWARDS
Consejero

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe Subrogante

ALBERTO ARENAS DE MESA
Ministro de Hacienda Subrogante