BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Nº 120
celebrada el 13 de marzo de 2008

En Santiago de Chile, a 13 de marzo de 2008, 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.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también:

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva;
Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger;
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior, doña Erika Arraño González.

El Presidente señor José De Gregorio señala que asiste especialmente invitado el Gerente de Mercados Financieros Nacionales (I) señor Jorge Pérez Etchegaray.

Respecto a la fecha de la Reunión de Política Monetaria del mes de septiembre próximo, el Presidente señor José De Gregorio comunica que la dará a conocer una vez que tome contacto con el nuevo Presidente del Senado.

A continuación, el señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de Análisis Internacional don Sergio Lehmann Beresi, para que inicie su exposición de la parte internacional.

El Gerente señor Sergio Lehmann informa que el escenario internacional continúa deteriorándose y que se incorpora una alta probabilidad de que Estados Unidos de América se encuentre en recesión, junto con una mayor desaceleración a la anticipada de las demás economías. Ante esto y en un ambiente de alta volatilidad, las tasas largas caen en las economías desarrolladas y el dólar se deprecia de manera importante en los mercados internacionales. Asimismo, los agentes han incorporado recortes de la Tasa de Política

Monetaria más agresivos en Estados Unidos de América, en línea con el panorama de meno actividad y con la persistencia del problema de liquidez en los mercados monetarios. Señala que para enfrentar esto último, los principales bancos centrales efectuaron una nueva acción concertada para proveer liquidez al mercado.

Menciona que los precios de *commodities* han aumentado de manera significativa: combustibles y granos en torno a 20% y 10%, respectivamente. El precio de petróleo superó los US$ 108 el barril, afectado por factores de oferta y por mayores riesgos políticos. Las proyecciones se elevan US$ 99-98 el barril, aunque están sujetas, más que lo habitual, a un alto grado de incertidumbre.

El precio del cobre se ubicó transitoriamente por sobre US$ 4 por problemas en la oferta y la mantención de una dinámica alta en las economías emergentes, revisándose del mismo modo su proyección al alza.

Señala el Gerente de Análisis Internacional que, respecto a los indicadores de actividad en Estados Unidos de América, predominan las noticias más bien negativas asociadas a la confianza de consumidores, órdenes de bienes durables, sector inmobiliario, PIB del cuarto trimestre y sector empleo. Agrega que hay algunas noticias algo mejores que lo esperado por el mercado, pero eso no significa noticias positivas, sino que muchas de ellas denotan, de todas formas, una desaceleración en la actividad, que en el caso particular de esos indicadores es algo menor. Si se observa dato a dato se advierte, respecto a ventas de vivienda nuevas, que éstas han continuado cayendo de manera muy significativa en doce meses, más de 30% y las existentes también han tenido una tendencia similar. En línea con lo anterior, los inventarios de vivienda han estado subiendo los últimos meses. El consumo residencial muestra una mayor debilidad y eso se recoge a partir de los indicadores de órdenes de bienes durables, excluyendo los indicadores de transporte que muestran una caída importante. La inversión y equipamiento, si bien en el margen, han mostrado valores positivos, pero debería tender a caer sobre la base de lo que se ha observado en los últimos meses.

Destaca el Gerente señor Lehmann que la construcción privada está desacelerándose de manera importante. Aún no se recoge lo referido a la inversión privada en estructuras, pero que en línea con eso deberíamos esperar desaceleraciones. Indica que como se destacaba, la actividad y las expectativas han continuado debilitándose. Indica que la producción industrial ha tenido una tendencia hacia la baja, manteniéndose estable la variación en doce meses en los últimos registros.

Respecto a las ventas de manufacturas y comercio, también muestran una desaceleración, y se podría plantear que se está al inicio de que Estados Unidos de América esté pasando por un período recesivo. Referente a Índices de Gerentes de Compra, se observa una marcada caída, tanto del manufacturero como del no manufacturero. Indica el señor Gerente que servicios tuvo un leve rebote, pero mantiene una posición por debajo del *pivote* 50, lo que da cuenta de una desaceleración.

Agrega el Gerente de Análisis Internacional que, en relación a confianza de consumidores y consumo personal, se observa el indicador de la *Universidad de Michigan* y *Conference Board*, y adicionalmente se tiene la evolución del consumo personal real que muestra una muy marcada tendencia hacia la baja; de hecho más allá de la que se registró el año 2001.

Indica el señor Lehmann que, respecto a empleo índice real, está con una tendencia hacia la baja y el ingreso real sin transferencia tuvo un ajuste muy significativo durante el último registro. La morosidad ha aumentado en línea con este deterioro de los precios de viviendas, y el ingreso de las personas, se tienen las hipotecas *subprime* que han tenido una tendencia claramente hacia el alza y se habla de un índice de morosidad de 17%. Las hipotecas totales también están creciendo, y se observan aumentos en la morosidad asociada a tarjetas de crédito y préstamos de consumo.

Respecto a la Zona Euro, comenta el señor Gerente que predominan las noticias negativas, asociadas a industriales y sentimiento económico. En el margen se observa mejor respecto a la confianza empresarial en Alemania y encuesta ZEW, pero en general la visión en esta materia para Europa es una desaceleración, lo que se aprecia mirando algunos indicadores particulares. El crecimiento de la Zona Euro durante el cuarto trimestre mostró una caída en todas las economías y el agregado muestra una desaceleración en su crecimiento. El sentimiento económico y el PIB están correlacionados. El Índice de Sentimiento Económico ha estado cayendo, y como se ha comentado, las percepciones de los consumidores y de las empresas están mostrando una caída importante, lo cual adelantaría y llevaría a una desaceleración importante en el PIB. Agrega que la producción industrial ha estado cayendo de manera generalizada en la Zona, y las nuevas órdenes industriales muestran una desaceleración, por lo que todo es coherente con una desaceleración en la actividad de la Zona Euro. Lo anterior, se ha estado reflejando en indicadores de consumo, ventas minoristas que están cayendo, y confianza de consumidores que está mostrando desaceleraciones importantes.

Para Japón, agrega el señor Gerente, los indicadores mixtos, la producción industrial, el gasto en capital también más negativos, pero algunos indicadores de sentimiento económico han sido algo mejores, pero siguen de todas maneras mostrando desaceleración en la actividad. Indica que de hecho están por debajo de los *pivots* para esta economía. El crecimiento en el cuarto trimestre en Japón sorprendió positivamente. Sin embargo, hay una ligera tendencia hacia la desaceleración hasta al menos el cuarto trimestre. Agrega que el sector manufacturero ha mostrado una tendencia hacia la baja. Sin embargo, los indicadores de actividad tienen una tendencia hacia la desaceleración. Las exportaciones se están desacelerando, la producción industrial está cayendo, y las exportaciones reales por región también. Indica que en el margen, los indicadores fueron positivos en el cuarto trimestre y en lo más reciente, estos indicadores dan cuenta de una desaceleración asociada al sector externo. Por su parte, la Encuesta de Confianza y Expectativas, que incorpora tanto confianza de consumidores como pequeños empresarios, muestra caídas significativas y, en general, la visión es hacia una desaceleración. Indica el Gerente señor Lehmann que lo expuesto lleva a una revisión a la baja en el crecimiento, tanto para 2008 como para 2009.

Indica el Gerente de Análisis Internacional que mundialmente se tiene una caída de tres décimas, a tipo de cambio de mercado y socios comerciales. Lo más destacado es el menor crecimiento esperado para los Estados Unidos de América, que tiene un ajuste muy importante hacia la baja de 1,8%, el cual se había entregado para enero y febrero y se tiene un ajuste importante hacia 1,1%. Indica que para el próximo año también hay una desaceleración importante.

El Gerente señor Lehmann manifiesta que se ha tenido que innovar en este ámbito debido a que existen algunos bancos de inversión que han sido un poco más lentos en revisar sus proyecciones. La generalidad ha estado revisando hacia la baja y se puede decir que este 1,1% es coherente con un episodio de recesión en Estados Unidos de América, breve y no muy profundo, y una recuperación al segundo semestre relativamente importante. Señala que el mayor riesgo, en este sentido, es que la recuperación implícita en esta proyección hacia

el segundo semestre no sea tal, derivado de los problemas que se están observando en los mercados financieros, lo cual es coherente con un escenario de recesión en los Estados Unidos de América los primeros dos trimestres.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García agrega que existe un punto adicional, y es que a pesar que en el segundo semestre pueda haber una recuperación, va a tener que ocurrir aunque sea un *double deep*, producto de un impulso por el lado fiscal, pero que después vuelve a deteriorarse la estación cíclica por una persistencia de condiciones financieras más complicadas.

El Gerente señor Lehmann señala que se puede destacar que los ajustes que ha tenido China, resto de Asia y América Latina son prácticamente marginales en relación a lo que se observa para el caso de Estados Unidos de América y las economías desarrolladas.

Respecto a la inflación, indica el señor Gerente que se tiene un aumento en Estados Unidos de América relativamente importante. El último registro del IPC en Estados Unidos de América es de 4,3%. Los indicadores podados también están mostrando aceleraciones importantes. Desde el punto de vista del *PCE* se observa una situación muy parecida, el *PCE* Total está casi cercano a 4%, el *PCE Core* está en torno a 2,3% aproximadamente, y la distribución truncada para el *PCE* también está mostrando una tendencia hacia el alza.

Comenta el señor Gerente que la Zona Euro también está mostrando una tendencia al alza. No obstante, el *IPC Core* mostró una caída en el último mes de 1,7%, pero la tendencia es hacia el alza. En general, para las regiones se observa una situación parecida, es decir, la inflación está creciendo. Señala que se observa el caso de Asia, que está influenciado por la alta inflación que está registrando China, sobre 8% de variación en doce meses.

Respecto a expectativas de Tasa de Política Monetaria, comenta el señor Gerente que se han profundizado las expectativas de un recorte por parte de la Reserva Federal, que sería al menos de 50 puntos base en su próxima Reunión. Esto se refleja en los futuros de Tasa de Política Monetaria que están más bajos, lo cual se está registrando desde hace un mes. Agrega que en algún momento estuvo aún más abajo, es decir, el mercado incluso pidió una reunión extraordinaria antes de la reunión programada correspondiente, y de hecho potencialmente recortes de 75 puntos base se incorporaban en las expectativas de Tasa de Política Monetaria. Lo anterior, tendió a moderarse en los últimos días, pero se está hablando de un recorte importante.

En Japón se observa un movimiento hacia el alza, y en la Zona Euro una postergación de los recortes que se estaban esperando para el primer semestre. Éstos se están pensando de acuerdo a la estructura de futuros de Tasa de Política Monetaria para Europa hacia el segundo semestre, lo que está asociado fundamentalmente a las preocupaciones que el Banco Central Europeo ha manifestado respecto a la evolución de la inflación.

El Presidente señor José De Gregorio señala que tiene la impresión que lo indicado anteriormente se viene arrastrando hace tiempo y que cada vez es más improbable que baje.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux indica que la proyección del mercado para la semana siguiente del recorte de tasa en Estados Unidos de América era de 50 ó 70 puntos base, pero en el gráfico se indica 100 puntos base. Consulta si está muy comprimido.

El Gerente de Análisis Internacional responde afirmativamente y señala que los 50 ó 70 puntos base los está recogiendo el mercado, con distintas probabilidades para la próxima Reunión. Indica que lo que está registrado es una convergencia a 2% de las expectativas de mercado hacia mitad de año, y efectivamente ésas están situadas hoy en torno a 2%, recogiendo un recorte de 100 puntos base acumulados de esta fecha a julio o agosto aproximadamente. Anteriormente, a propósito de estas expectativas de recorte más agresivo por parte de la Reserva Federal, ha tendido a empinarse y las tasas más cortas han caído de manera muy significativa. Lo señalado es lo que se recogió en la Reunión de Política Monetaria de enero o lo que estaba indicado en el análisis del *IPoM* de enero.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que lo de empinarse es correcto, pero solo en un sentido, porque si se observan las tasas largas, éstas no han subido. Lo que ha ocurrido sencillamente es que se está pivoteando desde un nivel más bajo. O sea, no es que la expectativa de baja de tasa en el corto plazo le haya significado un efecto fallido a la Reserva Federal en términos de credibilidad y que las tasas largas hayan subido.

El Gerente señor Lehmann manifiesta que de todas formas la tasa a diez años en Estados Unidos de América ha caído desde la última Reunión, en torno a 30 – 40 puntos base. Es decir, si bien efectivamente el impacto más importante ha sido en las tasas cortas, las tasas largas también han tendido a caer. Lo que se trata de reflejar es cómo han ido variando las expectativas del mercado hacia mitad de año, respecto a la Tasa de Política Monetaria y hacia fin de año. Un mes atrás, éstas estaban más bien situadas en 2,1% y hubo algunos datos negativos en torno a preocupaciones por inflación que llevó a elevar las expectativas del mercado, respecto a cuál iba a ser la convergencia de la tasa en este proceso de recorte. Posteriormente, hubo caídas importantes, especialmente tras la información respecto del mercado inmobiliario y la situación en general de turbulencia en los mercados financieros. Eso produjo llevar la tasa a mitad de año y hacia fin de año en torno a 1,7%. Señala que se está hablando de un recorte de 125 puntos base y las medidas más recientes respecto a poder liquidar en los mercados, han vuelto a elevar las expectativas del mercado hacia mitad de año y se está hablando hoy día en torno a 2% de convergencia, por lo tanto, un recorte acumulado al mes de julio de 100 puntos base.

Continúa el señor Lehmann indicando que, respecto a las tasas de interés de largo plazo, éstas han tendido a caer. Agrega que como se señalaba, la nominal tuvo bastante volatilidad y hubo cierta preocupación en algún momento respecto de la inflación y algunas cifras positivas; posteriormente volvió a caer de manera relativamente importante y hoy día está en torno a 3,4%. La Tasa Real ha caído más menos a la par, incluso un poco más.

En el caso de Europa y Japón se ha observado un movimiento parecido. Tasas largas en general cayendo, asociadas a un escenario de actividad más debilitado. Señala que se puede hacer un ejercicio respecto a qué está pasando con las expectativas inflacionarias y se señalan dos o tres ejercicios realizados: en la primera gráfica que se muestra, se observa el movimiento de las compensaciones inflacionarias para cinco, diez y treinta años. Éstas han tendido a aumentar en coherencia con el escenario de mayor inflación mundial, particularmente el precio del combustible más elevado. En la segunda gráfica, se observa primero lecturas de encuestas de inflación a cinco años plazo de la Universidad de Michigan, y a un año plazo, que muestran incrementos importantes. La compensación inflacionaria que construye la Reserva Federal de Cleveland, lo que hace es corregir por dos factores; el primero, que en situaciones de turbulencia los inversionistas prefieren instrumentos nominales, es decir, Bonos del Tesoro nominales que son más líquidos y por lo tanto, eso tiende a que esta medida subestime la compensación inflacionaria, y el otro factor que consideran es el premio por riesgo inflacionario que tiende a hacer caer esta lectura en el sentido contrario. Haciendo esos ajustes, la Reserva Federal de Cleveland calcula que la compensación inflacionaria está algo sobre 3%, lo cual

refleja el aumento relativamente importante que han tenido las expectativas inflacionarias también en el caso de Estados Unidos de América.

El señor Lehmann menciona que, como se destacaba, han recrudecido los problemas del *QS*, y hay dos gráficas que dan cuenta de ese factor. El primer gráfico muestra lo que es el premio Libor a tres meses *Fed Fund*. Es una gráfica que se ha traído en otras oportunidades, pero ahora mostrada de una manera algo diferente. Muestra que efectivamente hay un salto importante que ocurrió hacia fines del año pasado: septiembre – octubre. Posteriormente, tendió a caer y se habló que los problemas de liquidez estaban de alguna forma siendo resueltos o siendo alineados, a propósito de las medidas que ha ido tomando la Reserva Federal para poder liquidar los mercados y los recortes de tasa. Indica que lo que se muestra son los futuros de Tasa de Política Monetaria y Tasa Libo, corrigiendo por los plazos respectivos porque la Tasa de Política Monetaria es *overnight* mientras la Tasa Libo es a tres meses. Se esperaba en la Reunión de Política Monetaria de febrero, es decir hace un mes, que estos premios tenderían a converger relativamente rápido, y de hecho llegarían hacia fines de 2008 a niveles similares o a los históricos, o sea, en torno a 20 puntos base. Hace una semana es decir, el 5 de marzo, se tenía un registro de que las expectativas de estos premios fueran más altas, que fueran creciendo y convergieran a niveles sustantivamente más elevados de lo que se tienen hace un mes. Se está hablando de una convergencia y si se prolonga este futuro se queda en el mismo nivel en torno a 50 o cerca de 60 puntos base. La medida que tomó la Reserva Federal permitió proveer liquidez y aliviar un poco esta situación y lo que se está observando el 11 de marzo, hace dos días, es precisamente una caída en esos premios, pero de todas maneras lo que se está viendo es que hay una visión de una persistencia de los problemas de liquidez, no obstante las medidas de la Reserva Federal que podrían ser más prolongadas de lo que se estaba viendo hace un mes. Esto da cuenta de un reaparecimiento del problema asociado a la liquidez de los mercados y se refleja también en el *soft spread*. El señor Lehmann señala que el *soft spread* es el premio que exigen los inversionistas para pasar de corto a largo plazo y que estaba en torno a 70 puntos base hace un mes. En la última Reunión de Política Monetaria tendió a aumentar muy fuertemente durante el mes, llegando a casi 90 – 100 puntos base, y tras la medida de la Reserva Federal nuevamente se ve una caída, pero se mantiene en niveles relativamente elevados, en torno a 70 puntos base, muy por sobre lo que es el nivel observado a principios del año 2007, lo que es histórico para esta variable.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta al señor Lehmann si es efectivo que la intervención de la Reserva Federal trajo mucho optimismo, pero que en el día de ayer las bolsas volvieron a caer y hoy día están cayendo de nuevo, porque hay un fenómeno nuevo y es que cayó un *hedge fund* muy grande y aparentemente vienen varios más que están tronando y éstos obviamente operan con créditos bancarios, por lo que van a volver a afectar la base de los bancos, así que probablemente el próximo movimiento sea para arriba.

El Gerente señor Lehmann responde que la situación planteada por el Vicepresidente señor Desormeaux es probable, ya que de hecho hoy día efectivamente los mercados estaban reaccionando negativamente, no solo a esa noticia, sino que también a datos de venta que dan cuenta que la situación real sigue siendo muy compleja, no solamente desde el punto de vista de los mercados financieros, sino también desde el punto de vista del sector. De hecho, el dólar hoy se depreciaba de manera importante en los mercados.

Comenta el señor Lehmann que otros indicadores dan cuenta que la situación, al menos desde el punto de vista de los mercados financieros, todavía no está para nada resuelta y que hay una serie de elementos que hay que estar observando con cuidado.

El señor Ministro de Hacienda, respecto a cuando se mostró el 1 – 1 que eran las expectativas de crecimiento para este año, consulta cuál es la desviación estándar.

El señor Lehmann responde que los más negativos probablemente están hablando de un crecimiento en torno a 0,5%, lo que da cuenta de una recesión más profunda y más prolongada en Estados Unidos de América. Los más optimistas están hablando de 1,6% - 1,7%, que prácticamente no contempla un factor de recesión, sino más bien una desaceleración más en línea con lo que se tenía hace un mes. Señala que se trata de reflejar las medidas que ha estado adoptando la Reserva Federal. Indica que ahora las operaciones de mercado abierto, a través de títulos cortos u operaciones cortas o un poco más largas, son las operaciones que muestran justamente las acciones que ha estado tomando la Reserva Federal en lo que se refiere a este tipo de operaciones, y destaca además el anuncio de antes de ayer respecto a operaciones de *Security Line*, lo que es histórico para la Reserva Federal. En materia de *Security Line*, se trata fundamentalmente de operaciones *overnight* y lo anunciado hace dos días representa potencialmente una colocación o una operación de aproximadamente de 200 billones de dólares que se suman además a las operaciones *overnight*, lo que es muy cuantioso, y eso fue justamente lo que generó cierto optimismo en los mercados, lo que es comparable con las operaciones de mercado abierto. Sin embargo, tal como se comentaba, la situación en el mercado financiero se mantiene turbulenta.

Indica el señor Lehmann que en Chile, no se tiene lo relacionado con los fondos de inversión, sino que más bien, lo que está asociado a las monolíneas que han estado en el tapete o en la discusión durante el último mes o dos meses, que muestran lo que ha estado ocurriendo con el precio de las acciones de Ambar y MB, que son las dos monolíneas o Aseguradoras de Bonos más grandes, y que la caída que han tenido sus valores accionarios es muy sustantiva. Señala que el precio hoy en día es en torno a 10, versus 100 aproximadamente, que tenían a inicios del año 2007 los CDS que dan cuenta que el premio por riesgo de no pago de estas aseguradoras de bonos está en torno a 1000 puntos base, y que estuvo en 1500 puntos base antes de la decisión de la Reserva Federal. Por lo tanto, hay un efecto importante sobre el valor de los bonos en general de las empresas de corporaciones norteamericanas y eso podría estar detrás de los problemas que están teniendo los Fondos de Inversión.

Los premios por riesgo de empresas con clasificación A han estado creciendo de manera importante en Estados Unidos de América y tienen premios por riesgo en torno a 200 puntos base o algo más que eso. Indica que algo parecido está pasando con las empresas corporativas en Estados Unidos de América y en Europa, y que en ese sentido, hay un elemento común.

En cuanto a paridades, se ha observado una marcada depreciación del dólar desde la última Reunión de Política Monetaria. El Euro y el Yen han presentado una apreciación en torno al 15%. En las economías en desarrollo y las economías portadoras de commodities se ha observado una importante depreciación con la excepción de México, cuya vinculación con Estados Unidos de América es mucho más directa. El peso mexicano se muestra bastante estable, y en el caso particular de Australia, se observa una apreciación en torno a un 15%. En el caso del real brasilero, esta apreciación es algo mayor a 20%. En el caso del peso chileno se muestra una apreciación, desde enero de 2007, en torno a 15%, tal vez algo más marcada en el último mes.

El Consejero señor Marfán comenta que hasta hace una semana, el peso chileno era la segunda moneda en el mundo que más se había apreciado, y señala que la fecha de inicio de la crisis *subprime* la ubica el 19 de julio de 2007. Señala asimismo que Nueva Zelanda y Australia tuvieron una tremenda depreciación inicial que después se ha estado corrigiendo,

por lo que no es la misma situación. Agrega que Nueva Zelanda y Australia son dos economías *full flex* y que han hecho intervención en el mercado cambiario de manera bastante asidua, no en la actual coyuntura, pero sí en el pasado en el mercado de *forward*. El señor Consejero señala que le interesa saber si hay o no desalineamiento en las paridades cambiarias y por lo tanto, más que la variación, le preocupa el nivel. Indica que si se tiene un mal punto de partida para ver las variaciones, partiendo todos de cien, no hay una sensación real del grado de desalineamiento que eventualmente pudiera existir. Señala que como no hay estimaciones de tipo de cambio real de equilibrio para cada una de las economías, lo único que se podría hacer es tomar un promedio largo, como bien dice el señor Presidente, desde 1985 a 2000.

El señor Lehmann continúa su exposición señalando que, respecto a premios por riesgo para economías en desarrollo, están los movimientos producidos durante el último mes. Destaca especialmente el aumento en países más vulnerables como Turquía y en el caso de Chile, se ve una relativa estabilidad. En el caso del *CDS*, se está muy por debajo de lo que están mostrando compañías de clasificación A en Estados Unidos de América, que están en torno a 150 puntos base.

Respecto a los mercados bursátiles, indica el señor Lehmann que se ha visto bastante variabilidad durante el último mes. Señala que el nivel punta no es muy distinto al observado hace 30 días, pero que ha habido fuertes fluctuaciones, con aumentos y caídas muy bruscas. Posteriormente, en el margen, alguna recuperación, pero en el día de hoy también cayendo. Respecto a los *commodities*, agrega que se han observado durante el último mes, aumentos generalizados de los precios. De acuerdo con el indicador de *commodities* de *Research Bureau*: energía, 21%; granos, 10%; metales, 12%; alimentos, 7%; y los movimientos de los *commodities* específicos han estado en torno a esos valores. Con relación al movimiento que ha tenido el precio del cobre, se observa una clara tendencia al alza, en algún momento cerca de US$ 4. Se muestra graficado también el precio deflactado por el tipo de cambio multilateral oficial que publica la Reserva Federal. La idea es tratar de despejar que el cobre está asociado exclusivamente a depreciación del dólar. Indica el señor Lehmann que existe un aumento en el precio del cobre, pero no de las magnitudes que se derivarían de la sola lectura del valor nominal, y de hecho este precio es comparable con lo que se estaba corrigiendo por la depreciación del dólar que se observaba hace doce meses atrás y en términos históricos no es más alto que el observado, por ejemplo, en la primera mitad de 2006. Señala el señor Gerente que hay un fenómeno asociado a la depreciación del dólar que es importante. Sin embargo, indica que existen también algunos factores asociados a la oferta, en particular las caídas importantes que está mostrando la ley del mineral, lo anterior tomado sobre la base de Codelco y algunas otras mineras. En general, todas están observando caídas en sus leyes, lo que está en línea con los aumentos de precios y los costos, los que también han estado aumentando de manera importante. Indica que desde el punto de vista de la producción y como está impactando ese fenómeno, existen proyecciones de oferta para el cobre que se tenía en enero del 2007, para el 2008 y para el 2009, y que lo que se observa es una corrección sistemática a la baja en la producción de cobre mundial. Agrega que, posiblemente no se nota mucho en el año 2009, pero en un mercado apretado se habla de efectos significativos. Indica que hay catastros de proyectos de inversiones y proyectos en carpeta de aumento de producción hacia el año 2009, pero de todas maneras son más bajos de lo que se anticipaba un año atrás.

El Consejero señor Sebastián Claro consulta sobre el aumento de producción mundial, de dónde provienen y cuánto es el porcentaje de Chile. El Gerente señor Lehmann señala que Chile sí tiene un porcentaje, y que este año está Gabriela Mistral y que el próximo también hay estaciones de yacimientos mineros.

El Gerente de Análisis Internacional, respecto al petróleo y gasolina, indica que se ha visto un comportamiento hacia el alza. El petróleo presenta un aumento muy significativo en el margen, ubicado en torno a 110 dólares el barril. El precio de la gasolina también ha tenido una tendencia al alza en los últimos 30 días, pero es muy destacable que comparando con la trayectoria, si se parte de enero de 2007 hasta hoy día, la trayectoria de aumento del precio de la gasolina ha sido bastante más moderada. Señala que existe una holgura en el mercado de la gasolina que está reflejando un comportamiento bastante más moderado en términos de precios del petróleo. Respecto a los inventarios de crudo, indica que en la demanda se ha visto una recuperación, y que el aumento del precio más bien está asociado con el fenómeno de evolución del dólar en los mercados internacionales. Señala que existe una situación de inventarios bastante más holgada que a comienzos de año. Sin embargo, en materia de *heating oil* la situación es más compleja, ya que existe una estrechez bastante más significativa en comparación con lo que se observó en años anteriores, pero que como se mencionó, hoy pasó a ser más relevante el precio o el mercado de la gasolina, entendiendo la estación en el hemisferio norte. En el mercado de la gasolina hay bastante holgura, los inventarios sobre demanda de gasolina muestran una situación bastante más aliviada y, en el caso del *heating oil,* más aliviado de lo que se había observado en años anteriores, lo que probablemente da cuenta de un efecto demanda de gasolina que está impactando a los mercados.

En el caso de los granos, la tendencia también ha sido al alza. En el caso del trigo, existe bastante volatilidad, pero la tendencia es mayor. El maíz ha estado subiendo y el arroz muestra incremento. En términos de proyecciones, derivado de lo más reciente en materia de precios, para el mercado del cobre se han revisado al alza las proyecciones del Banco Central de Chile. La proyección que se presenta tiene un aumento. De todas maneras, una tendencia hacia la baja en materia de precios se marca también en los futuros para mostrar una referencia respecto a estos mercados. En el caso del petróleo también se ha observado un ajuste importante, esto es, a partir de los futuros del precio petróleo muy significativo, respecto a lo que se tenía hace un mes producto de los registros más recientes. En el precio de la gasolina también hay un aumento significativo de las proyecciones de los precios internacionales. En la línea de resumen, el precio del cobre se revisó al alza, producto de lo que se está observando en lo más reciente, desde casi US$ 3 a US$ 3,30, lo que también se refleja en las proyecciones para el año 2009. En el caso del petróleo, se está hablando de una proyección US$ 10 más alta de lo que se tenía hace un mes, y eso más menos se repite para el año 2009. Para 2008 y 2009, el precio de la gasolina también registra un aumento, no tan marcado como el precio del petróleo, pero relativamente significativo. El precio del trigo también proyecta precios más altos para 2008 y 2009. La excepción es la leche, que ha mostrado una caída en los mercados internacionales.

El Consejero señor Marfán manifiesta lo positivo que le parece utilizar un deflactor sin dólar, para saber realmente qué es lo que está pasando. Menciona que, si ya existe ese deflactor que se usó para el precio del cobre, por qué no usarlo también en estos otros casos para poder despejar. Comenta que le pareció muy bueno el indicador e indica que le queda un cuestionamiento que no sabe cómo se resuelve y solamente lo plantea y es qué pasa si es la economía mundial la que está sobrecalentada, si hubiera inflación mundial, cómo se manifestaría ese fenómeno.

El Gerente señor Lehmann comenta que solamente para efectos comparativos como está señalado en las proyecciones 2008-2009, comparado con otros bancos de inversión, el Banco Central ha sido más reactivo a los precios más recientes, y que por eso se está tal vez proyectando precios más altos para 2008 – 2009, respecto a otros bancos de inversión. En el caso del cobre, se está muy en línea con lo que están observando y registrando agentes expertos en este mercado.

Por otra parte, el Consejero señor Manuel Marfán comenta que se percibe un ambiente de crisis financiera más o menos fuerte en Estados Unidos de América que sería un poco más que una recesión. Señala que las intervenciones que ha hecho la Reserva Federal suenan más bien a un rescate. Se pregunta el señor Consejero qué pasaría si Estados Unidos de América, como economía, se pone más riesgoso, cuando para cualquier indicador de riesgo, Estados Unidos de América es el *benchmark*. Indica que esa es otra interrogante que no tiene muy claro cómo se resuelve.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala, sobre el mismo tema, que ese fenómeno se debería estar viendo en las tasas largas en dólares, y que éstas están cayendo, es decir, a pesar de todo lo que se señala, sigue siendo refugio.

El Gerente señor Lehmann señala que tiende a coincidir con la percepción que la situación financiera en Estados Unidos de América es compleja. Agrega que ha habido aumentos importantes en las percepciones de riesgo no solamente de empresas con bajo nivel de inversión, sino que también de aquéllas que tienen una alta clasificación. Destaca especialmente y por eso lo mostró en la gráfica presentada, lo que está pasando con las aseguradoras de bonos, lo que tiene efectos sobre *hedge funds* u otros inversionistas que pueden ser muy significativos. Los CDS de esos agentes han subido de manera muy importante y por eso están contagiando en cierto modo a otros inversionistas. Estima que hay un riesgo importante de que esta crisis tenga un efecto real mayor y muy significativo del que hoy día se está observando o lo que está considerando el escenario base.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que hay una línea que cuando se cruza es cualitativamente muy diferente a lo que se está viendo ahora y ocurriría en el caso en que se produce una pérdida patrimonial para los ahorrantes en general en Estados Unidos de América y que el Fisco decida solucionar ese problema, sea vía impuesto, inflación, o vía mayor emisión de deuda por magnitudes significativas. En ese momento, los Bonos del Tesoro dejarían de ser refugio, pero mientras no se llegue a esa etapa, los Bonos del Tesoro continúan siendo un refugio.

El Vicepresidente señor Desormeaux coincide con la opinión del Consejero Marfán, en el sentido que se está viendo una serie de señales de deterioro del sistema financiero norteamericano que son inquietantes. Pero al lado de eso, agrega, también hay que decir que la reacción de las autoridades norteamericanas es increíblemente agresiva. Señala que existe un discurso que está en la Reserva Federal de Nueva York de *Timothy Geithner* donde dice o explica por qué se está haciendo este *swap* de bonos, y señala que además están dispuestos a hacer todo lo que sea necesario para evitar un daño al sistema financiero, lo que le parece muy significativo.

El Consejero Manuel Marfán indica que está más bien pensando en diagnóstico que en pronóstico. Comenta que cuando la Reserva Federal empieza a comprar cartera mala para reemplazarla por activos propios, también puede ser otra línea y resulta que eso es exactamente lo que está ocurriendo y es un tema que no es desconocido para nuestro país. Indica que el punto está en los órdenes de magnitud, porque cuando hizo el rescate de *Long Term Capital Management* ocurrió lo mismo. Rescató 60 mil millones de dólares y también estaba comprando cartera mala. Menciona el señor Consejero que tiene la impresión que a los órdenes de magnitud en la compra de cartera mala, también hay que ponerle una línea y el Banco Central se está acercando a esa línea. No quiere decir que la ha cruzado, pero claramente se está acercando. Añade que los bancos centrales cuando empiezan a comprar carteras malas a los bancos, se debe a algún problema que el mercado no es capaz de resolver.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que en las cifras que se tienen del sistema financiero norteamericano en general, y del mercado secundario, hay muchos signos de anormalidades. Estima que no se puede hablar todavía de crisis o que realmente se está en un escenario de crisis, pero hay muchas señales extremadamente complejas. La morosidad ya no está referida solo a *subprime*, sino que es completamente generalizada. Indica que, a esta altura, hablar de una crisis *subprime* no tiene sentido. La morosidad está aumentando en todos los negocios y los bancos están con serios problemas para recurrir al mercado monetario. Comenta que en días pasados un importante banquero en Chile le mencionó que hoy no salen al mercado a levantar fondos. Entonces, si esa es la situación, si los 10 bancos más grandes del mundo no salen a levantar fondos, es porque existen problemas, lo que no es un tema menor. Se está hablando del mercado norteamericano y del mercado europeo. Ahora, pregunta, por qué los Bonos del Tesoro están donde están y por qué han servido de refugio? Menciona que eso guarda relación con la realidad norteamericana. Señala que para el Banco Central de Chile es difícil pensar en una crisis financiera que no afecte al conjunto de la economía y también al soberano, porque esa es la experiencia. En Estados Unidos de América la Tasa de Interés Promedio, macroeconómicamente hablando no ha bajado, sino que más bien ha tendido a subir. La Reserva Federal trata de tirar la tasa para abajo, pero los *spreads* de crédito van hacia arriba y de forma muy significativa. Entonces, señala que no sabe si realmente se está en una situación de crisis, pero sí de semi crisis y no se sabe en qué va a derivar esto.

El Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan indica que no sabe si desde el punto de vista semántico se trata de una crisis o no, pero al final se ve que, desde octubre – noviembre del año pasado, varios de los mercados de crédito en Estados Unidos de América están cerrados. Entonces, en términos del efecto real, si esto se llama crisis o no, a las empresas les está costando mucho en términos de precio y en términos de cantidad ir a levantar bonos, y estas son empresas no solamente de mala categoría, sino que compañías que están en el límite del *investment grade*. Habiendo dicho eso, comenta el señor Cowan, que en realidad también le gustaría señalar que efectivamente lo que está haciendo la Reserva Federal puede interpretarse como una inyección de liquidez, y se tiene que estar abiertos a esa interpretación. Señala que no se trata de un rescate. En el fondo se está pensando que detrás de la Reserva Federal hay un ambiente de incertidumbre respecto a la calidad de los activos y es lo que viene pasando desde septiembre. Los bancos empiezan a obstruir el mercado interbancario porque no se sabe quién tiene el activo. En ese contexto, es pasarle temporalmente un activo que sirve como salvavidas en el mercado interbancario, con la idea de recomprarlo. Entonces, no se trata de una compra de cartera, sino que es aprovechar la liquidez del sistema interbancario que está obstruido porque los bancos no saben y tienen todavía incertidumbre respecto a la calidad de los activos de los otros bancos. Un escenario probable es que se esté en problemas de solvencia bancaria, pero hay un escenario en que esto es una inyección de liquidez, y en el fondo, el problema es la incertidumbre asociada. Es preciso poner este escenario sobre la mesa, dejando en claro que no se está hablando de comprar cartera.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco agrega en primer lugar que hay que tener mucho cuidado con este punto, porque sea o no compra de cartera, lo que sí se está viendo es una intervención, una provisión de liquidez de emergencia que no tiene precedentes. Señala que ese es un hecho objetivo y alarmante. En segundo lugar, indica que estima que precisamente por eso, por la precedencia de un *credit charnel* y por las otras cosas que se acaban de mencionar, se puede tener legítimas dudas respecto a la utilidad de la política monetaria, porque una cosa es bajar la tasa corta que fija la Reserva Federal, y otra cosa es que baje la tasa a la cual las empresas se pueden endeudar, lo que complica el panorama. Como tercer punto, agrega que este fenómeno lo ha percibido conversando con los señores

Geithner y Rubini. Manifiesta que estuvo con ambos en el mes de enero en Suiza y que la percepción de ellos más informal es que el grado de incertidumbre, el intervalo de confianza alrededor de cualquier proyección, es gigantesco. Eso también hay que ponderarlo en alguna medida. Manifiesta que por lo menos desde que él está en este cargo, nunca había visto en un país desarrollado un grado de incertidumbre, respecto a los posibles *outcomes* como el que le han confesado los principales actores.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Magendzo señala que en la exposición se han realizado algunos cambios de formato en los que se han agrupado distintos gráficos en una lámina, para poder hablar de un tema al mismo tiempo con varias gráficas.

Menciona el expositor que el IPC en el mes de febrero aumentó 0,4% mensual — 8,1% anual— cifra superior a lo proyectado hace un mes tanto internamente como por parte del mercado. Agrega que las medidas de inflación subyacente, IPCX e IPCX1, alcanzaron a 0,9% y 0,4% mensual, respectivamente, con variaciones anuales de 7% en el caso del primer indicador y de 6,6% en el segundo. Por su parte, las velocidades trimestrales del IPCX e IPCX1 aumentaron en el margen, mientras la del IPC total y la velocidad mensual del IPCX1 disminuyeron. Las medidas de tendencia inflacionaria MPA y TMVC no aumentaron. La media podada por artículos pasó de crecer 5,5% a 5,4% anual, mientras la medida que poda los componentes más volátiles se mantuvo en 3,8% anual. Por su lado, la inflación anual de servicios subyacente, que estadísticamente muestra una mayor persistencia que la inflación de bienes subyacente, se mantuvo en 5,1% y el IPC sin alimentos y energía aumentó 3,3% anual (2,9% en enero).

Menciona el señor Magendzo que la mayor inflación del mes de febrero, respecto de lo previsto, junto, entre otros factores, al aumento del precio del petróleo, llevaron a un incremento de las medidas de expectativas de inflación durante el último mes, que se exacerbó tras la publicación del IPC. Hace presente también que la reacción de las expectativas de inflación fue, en promedio, mayor a la que habitualmente se da ante errores de proyección de magnitud similar al registrado en la inflación de febrero. Agrega que de acuerdo con la encuesta a operadores de mesas de dinero, la inflación esperada a uno y dos años se ubica en 4,8% y 4,0%, respectivamente, cifras que al momento de la Reunión de febrero eran 3,8% y 3,45%. Por su parte, señala que las expectativas que se desprenden de la compensación inflacionaria de los instrumentos derivados también aumentan. La de 1 en 1 aumenta hasta 4,18% (3,87% en febrero), mientras las de mayor plazo 5 en 5 alcanzan valores de 3,91% (3,65% en febrero). En el mismo sentido, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) muestra un incremento en la inflación esperada a diciembre del 2008 y diciembre del 2009: 4,3% y 3,5% anual, respectivamente, (3,8% y 3,2% anual el mes anterior). Señala el expositor, que es importante destacar que la lectura de la compensación inflacionaria es compleja por la dificultad de aislar correctamente los premios por riesgo implícitos en los precios de los activos financieros. Esta dificultad aumenta en períodos como el actual, en que la inflación ha sorprendido continuamente al mercado, por lo que el incremento de la compensación inflacionaria respondería en mayor medida a la existencia de un premio por riesgo más alto y no necesariamente a expectativas de inflación genuinamente mayores o alejadas de la meta de inflación. Este fenómeno, en todo caso, no es único de la economía chilena, observándose casos de mercados mucho más desarrollados y profundos, como en Estados Unidos de América, en que la lectura de la compensación inflacionaria muestra aumentos importantes en el último tiempo, posiblemente ligados a los premios implícitos en los precios. Más allá de lo

anterior, las noticias acumuladas en las últimas semanas apuntan hacia un panorama inflacionario en que los riesgos han aumentado.

En cuanto a la actividad interna, menciona el señor Magendzo que los datos del mes de enero volvieron a mostrar una debilidad de la actividad mayor que la prevista en el *IPoM*, dando mayor validez al sesgo a la baja que se consideró para la proyección de crecimiento de la actividad en el año 2008. Señala que en enero el Imacec creció 3,4% anual, 3,6% al considerar la diferencia respecto de la composición de días hábiles de igual período de 2007, destacando el efecto adverso de la caída en la producción de la minería, que acentuó la contribución negativa de los sectores ligados a recursos naturales. Por su parte, indica que en el resto de los sectores, los de servicios continuaron creciendo a tasas relevantes, en línea con la evolución del consumo. El crecimiento anual de la industria mostró una leve recuperación en comparación con el mes anterior, no obstante, continúa en tasas inferiores a las observadas en la primera mitad de 2007. Señala el expositor que en este resultado se sigue apreciando el aporte negativo de las ramas ligadas a la oferta, en particular el metanol. Además, cabe destacar que la producción de las ramas que compiten con productos importados ha mostrado una creciente debilidad a partir del último trimestre de 2007.

Manifiesta el señor Gerente que las cifras del mercado laboral del mes de enero corroboraron el mayor dinamismo del empleo que se comenzó a observar en diciembre. El crecimiento del empleo mostró un nuevo repunte, llegando a una tasa anual de 3,6% y registrando una significativa aceleración respecto de los meses previos. Señala el señor Magendzo que por categoría ocupacional, el empleo asalariado creció 6% anual lo que, en términos desestacionalizados, equivale a 52 mil puestos de trabajo más que en el trimestre móvil anterior. El empleo por cuenta propia siguió mostrando tasas de variación anual negativas. Por sectores, el incremento anual del empleo estuvo liderado por la construcción y el comercio, aunque en el resto de las ramas de actividad también se registró un aumento en las tasas de variación anual. Indica el expositor que todo lo anterior, ocurrió en un contexto en que la tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo, y por ende, la tasa de participación laboral, siguieron aumentando con fuerza. Así, después de registrar incrementos por seis meses consecutivos, la tasa de desempleo desestacionalizada no varió en el último trimestre móvil, manteniéndose en 8%.

Hace presente también el señor Gerente que por el lado de la demanda, las cifras de consumo privado de enero indicaron que éste sigue creciendo a tasas relevantes, aunque en términos de velocidades se ratifica, en línea con lo estimado en el *IPoM*, una desaceleración a partir del último cuarto de 2007. A su vez, en febrero las importaciones de bienes de consumo se mantuvieron en niveles elevados. Por su parte, las expectativas de los consumidores a febrero, medidas a través del IPEC, continuaron en el lado pesimista. En cuanto a las condiciones financieras, en febrero los agregados monetarios se mantuvieron creciendo a tasas elevadas y las tasas de interés de colocación en pesos presentaron leves bajas, alcanzando las de consumo y las comerciales niveles de 32,2% y 10,8%, respectivamente, 32,3% y 11,1% el mes anterior.

Manifiesta el señor Magendzo que, respecto de la inversión, en febrero las importaciones de bienes de capital siguieron en niveles elevados, manteniéndose por sobre US$ 600 millones mensuales, aparentemente destinadas mayoritariamente a proyectos de energía y minería. Por su parte, las expectativas de los empresarios aumentaron por segundo mes consecutivo, aunque las de los ligados a la minería retrocedieron. En cuanto a la bolsa local, el IPSA en pesos no muestra cambios relevantes respecto del cierre de la Reunión anterior. Medido en dólares se observó una rentabilidad mayor de 7,2%. Respecto de otras bolsas, el IPSA mostró un comportamiento similar al rendimiento de otras plazas de la región (MSCI LA) y mejor que el de las bolsas del mundo (MSCI Mundial). Señala el señor Gerente,

que en el año móvil terminado en el cuarto trimestre del 2007, la rentabilidad de las sociedades anónimas que reportan las FECU fue similar a lo registrado a lo largo del 2007, alcanzando a 19,1%, excluyendo minería, y la rentabilidad fue 12,1% anual.

Manifiesta el señor Gerente que en cuanto a las presiones de costos, en enero los salarios nominales tuvieron un aumento relevante de sus tasas de variación anual, aunque se estima que este crecimiento sigue siendo acorde con las cláusulas habituales de indexación. En términos nominales, el costo de la mano de obra (CMO) creció 6,7% anual, 6,4% en diciembre y las remuneraciones por hora (IREM) aumentaron 8,8% anual, 8,3% en diciembre. Considerando la inflación de ese mes, los salarios reales, IREM y CMO, también aumentaron su tasa de variación anual, lo mismo que los costos laborales unitarios (CLU) que registraron un nuevo incremento atribuible principalmente al efecto de la mayor creación de empleos que redujo la productividad medida. Por su parte, la velocidad de expansión de las distintas medidas de CLU aumentó en el margen, luego de varios meses de descensos.

Considerando todo lo anterior, menciona el señor Magendzo que las perspectivas para la Tasa de Política Monetaria se ajustan al alza respecto del mes anterior, volviendo hacia el escenario del *IPoM* de enero en que se anticipaban entre cero y dos alzas adicionales de la Tasa de Política Monetaria. Sin embargo, a diferencia de enero, en este mes más de un indicador anticipa dos alzas de la Tasa de Política Monetaria. En particular, la curva *forward* volvió a empinarse en el corto plazo, indicando que la Tasa de Política Monetaria llegaría a 6,75% a mediados de año. No obstante, también sigue considerando que la Tasa de Política Monetaria se reduciría hasta 6,5% a fines de año. Las tasas *swap*, en tanto, volvieron, como en enero, a mostrar dos nuevas alzas de la Tasa de Política Monetaria en lo que queda del 2008. Finalmente, indica que la Encuesta de Expectativas Económicas, aunque con menor probabilidad, sigue contemplando un recorte de la mencionada Tasa desde su nivel actual hacia fines de año.

El señor Presidente ofrece la palabra para comentarios sobre el escenario interno.

En relación al aumento inesperado y generalizado del precio de los alimentos perecibles y no perecibles, el Presidente consulta al señor Magendzo si habría que esperar que este aumento continúe más aceleradamente que hace un mes. El señor Gerente responde afirmativamente en atención a que dicho aumento no se está viendo como un adelanto de una situación que se pensó que iba a ocurrir, sino que se está observando que el efecto de la sequía ha sido mayor de lo que se esperaba y que además es persistente en el tiempo.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta al señor Magendzo si cuando se refiere a que va a seguir aumentando el costo de los alimentos lo hace pensando en los próximos 6 meses, porque no se sabe si va a haber sequía el próximo año, es decir, menciona el señor Marfán, en el horizonte de dos años no necesariamente tendría que haber más inflación por este motivo.

El Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco comenta que al parecer se está ante un fenómeno de *exis volatility* de las proyecciones del mercado en respuesta a innovaciones del IPC de un mes y que eso es una afirmación fácil de constatar o de cuantificar si se preparara un gráfico al respecto.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García menciona que ese es un tema que se ha evaluado internamente y donde efectivamente se ha observado que en las reacciones de las presiones inflacionarias ha habido una sobrerreacción mayor que la usual.

Respecto a la baja notable en el mes de enero que indica el señor Ministro, el Gerente señor Pablo García comenta que efectivamente es así y que lo han atribuido a primas por riesgo que hoy día, debido a la incertidumbre que existe, son más sensibles a las noticias.

El Presidente señor De Gregorio señala al señor Ministro que el tema de la compensación inflacionaria lo han discutido bastante y que no hay evidencia de un desanclaje u otro escenario. Indica que el problema que se presenta con la Encuesta de Expectativas es que es extremadamente sensible a la inflación corriente. El señor Ministro concuerda con esa opinión y manifiesta que tiene la sensación de que es ahí donde se contamina el premio por riesgo.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que en su opinión las proyecciones del Banco tienen el mismo defecto. Señala que ahora acaban de subir los precios de los alimentos y por lo tanto, se está proyectando también una inflación más alta para adelante porque se trata de un *shock* que no estaba metido en las expectativas y que por ello se lo califica de persistente, lo que es distinto a cuando se pone un adelanto. Cuando hay *shocks* de este tipo, que son sorpresas de algo que no se tenía incorporado, no le parece que sea irracional o anormal hacerlo.

El Consejero Sebastián Claro concuerda con la primera opinión y señala que es difícil incorporar otra visión de lo que ha pasado en el mes, ya que hay una idea generalizada de que los precios internacionales de alimentos y del petróleo se van a sostener por más tiempo y eso de alguna manera está incorporado en esta expectativa.

El señor Ministro señala que le parece dudoso que esta variable cambie mes a mes.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que explicará el contexto en el cual se hace este análisis. Indica que la práctica habitual de los últimos años ha sido considerar que las sorpresas que se ven en los datos mensuales son, a lo más, de efectos en el nivel, y muchas veces se ha supuesto que se revierte. En esta ocasión, y es la evaluación del equipo, se estima que debido a los fuertes movimientos que se han visto en los precios de alimentos en el mundo y donde hemos quedado cortos respecto a ese componente de la inflación, se supone que hay una propagación hacia delante en ese componente, pero es una evaluación de juicio y no es una mecánica habitual. Eso es para el corto plazo. A dos años plazo el contexto de proyecciones que se tiene es por los *IPoM* donde la discusión fundamental es qué pasa con la inflación internacional. Dependiendo de cuál discusión se haga de la inflación internacional habrá cierta persistencia o no de hechos de este tipo, pero no es lo que ocurre hoy día a dos años.

El Consejero Manuel Marfán comenta que si un agente supiera cuánto va a ser la inflación hacia delante se haría millonario. Señala que esa información es muy valiosa, por la cantidad de arbitrajes que se pueden hacer, etc. Le extrañaría que el sistema financiero esté haciendo proyecciones de inflación que no sean las mejores que se pueden hacer. Si existe ese grado de reacción, le parece que es una manera eficiente en el sentido de incorporar toda la información disponible para la toma de decisiones, pero indica que la proyección de inflación de corto plazo es muy difícil de hacer, y que el Banco se equivoca demasiado al hacerla. Agrega que tiene una volatilidad que es muy grande y si hay una parte del patrimonio muy

importante de los agentes que está involucrada, entonces cobra una prima por riesgo más alta a mayor incertidumbre.

El Gerente señor Magendzo señala que lo que se pretende no es sugerir irracionalidad por parte de los agentes necesariamente, solamente decir que hay un fenómeno que fue bastante llamativo y que con la inflación que salió en un día los agentes tuvieron la sorpresa de dos décimas y subieron la proyección inflacionaria más de 9 puntos y eso requiere una explicación más allá de decir "ah, fue la sorpresa de febrero". Señala que no se pueden explicar la sorpresa de febrero. Habría que agregar otro elemento y después evaluar otros factores, como dice el Consejero Marfán.

El señor Magendzo señala que de los derivados crediticios no solamente no se tiene muchas noticias sino que tuvieron problemas con los datos porque los cambios de contabilidad que se están haciendo provocaron problemas, y considera que se van a demorar un poco en volver a analizar correctamente el mercado crediticio. Indica que en todo caso, tienen datos diarios que son aproximados y que muestran que las colocaciones siguen creciendo a tasas bastante elevadas.

El señor Presidente señala que habría que hacer un esfuerzo al respecto porque el canal del crédito es de enorme importancia. El Gerente señor Magendzo comenta que efectivamente se está haciendo un esfuerzo.

En relación a los índices del sector manufacturero y agrícola, el señor Ministro solicita al Presidente la posibilidad de que el *staff* del Banco confeccione índices de precios al interior del sector manufacturero como del sector agrícola, a lo que el señor Presidente responde que se verá la factibilidad de integrar dicha petición a la agenda de trabajo del equipo.

El Gerente señor Magendzo comenta que se tiene un proyecto que está un poco en esa línea, respecto a precios de productos industriales. El Consejero señor Sebastián Claro menciona que el Servicio Nacional de Aduanas posee todos los datos de valor unitario, a lo que el señor Magendzo responde que efectivamente es así, pero que son datos que requieren ser organizados y ponderados en forma muy minuciosa, con muchos detalles y aplicando filtros para obtener la información requerida. Comenta asimismo, que resulta más fácil hacer un gráfico producto por producto, ya que existe el valor de exportación de éstos.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco consulta respecto a qué metodología entrega la gráfica sobre el tipo de cambio. El Gerente señor Pablo García responde que se aplica la base para quedar cubierta a un horizonte de cuatro años, anclada en un punto a cuatro años, que es un tipo de cambio dado por fundamentales y que para dichos fundamentales se usa el precio del cobre y del petróleo por los efectos de estacionalidad del tipo de cambio.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que tal vez el modelo no sea muy adecuado, pero no se puede enfatizar este punto sin tener un modelo alternativo.

El Consejero señor Manuel Marfán opina que como se trata de una cuestión de equilibrio parcial, nunca sabe si se trata del tipo de cambio de largo plazo. A su juicio hubo un hecho fundamental que ha estado presente desde octubre hasta ahora y es que la tasa de interés *on shore* en dólares tocó uno de los bordes de los puntos de arbitraje donde empezaba a haber arbitraje, porque también hay una zona sin arbitraje. En esta ocasión ha habido arbitraje y ese elemento hace que la información económica y financiera de corto plazo y coyuntural sea mucho más potente. Señala que le hace mucho sentido tomar esta muestra

desde diciembre hasta ahora, porque le parece que además es el período donde más se ha acelerado la apreciación del tipo de cambio.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux comenta que el señor Presidente ha dicho que ese factor relativamente constante a través del tiempo podría tratarse de *carry trade*. Para ser más explícito, señala que se habría utilizado a Chile como un lugar donde construir posesiones de *hedge* para la gente que hace *carry trade* en Brasil, y según la información que a él le han proporcionado bancos de inversión, Chile ha sido sustituido por México, lo que podría explicar que un tipo de cambio que se apreció muy poco el año pasado, súbitamente se deprecia en el país que se usa para la protección y por ello, consulta cómo se lee esa depreciación, cuáles son las áreas que suman la depreciación, a lo que el Gerente señor Magendzo responde que todas las áreas, positivas más negativas.

A modo complementario, el Gerente señor Cowan señala que en el promedio de la muestra que ha preparado con los señores *Selaive y Rappaport* está explicado un 40% y un 60% es residuo. El señor Ministro indica que una cosa es que haya un residuo grande, pero que otra cosa muy distinta es que haya un residuo del mismo lado.

El Gerente señor Magendzo sobre este tema señala que hay dos aspectos que considerar. Primero, que el 40% del modelo que tienen el señor Cowan y sus coautores es distinto a éste, porque en éste está la paridad de tasas más algunas elasticidades sacadas de ese otro modelo. En segundo lugar, el modelo mencionado por el Gerente de División Política Financiera no es un modelo estrictamente de paridad de tasas y estima que la evidencia empírica que existe sobre paridad de tasas es bastante mala, por lo que hay que aunar todo. Comenta que si se mira desde diciembre hasta el 7 de marzo, es como dice el señor Cowan, que se explica el 40% de la apreciación cambiaria con estos movimientos de fundamentales.

Respecto al tema de la inversión, el Consejero señor Enrique Marshall señala que sería conveniente en el futuro hacer un seguimiento a las emisiones de bonos, porque hay bastante escasez de emisiones de bonos que no sean financieras. Menciona que en la última lista que revisó todas la emisiones de bonos que estaban en el *pipe line* eran financieras y la única que no era de bancos era Forum. El señor Marshall se pregunta la razón de por qué no hay emisiones. Estima que puede ser porque los bancos estén haciendo la intermediación, o que no haya proyectos, o que las empresas estén con mucha caja, pero es un elemento que le llama la atención.

El señor Magendzo comenta que la última noticia que se tuvo fue que MASISA iba a colocar un ADR y que finalmente no lo hizo. Señala que esa situación puede estar ligada al sector maderas que no ha estado bien o que el ambiente no esté auspicioso para colocar dinero.

En relación a la industria y el mercado laboral, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que le llama la atención que se esté contratando mucha gente y no se esté produciendo más.

El señor Magendzo indica que se han presentado algunos problemas con la Asociación Chilena de Seguridad porque en cálculos e índices solicitados por el Banco, han mostrado cifras poco claras, y por lo mismo el gráfico de empleos asalariados está con datos inexactos.

El Consejero señor Marshall señala que puede ser efecto de la fiscalización que está aplicando la Dirección del Trabajo a lo que el Consejero Marfán agrega que efectivamente antes subcontrataban y ahora están obligados a incorporarlos en sus planillas.

En relación a los costos laborales, el Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que el crecimiento de la fuerza de trabajo ha sido y sigue siendo inusualmente alto y eso tiene que tener algún efecto sobre la tendencia de crecimiento de los salarios nominales. Añade también que el desempleo no ha seguido aumentando.

En relación con el precio de la gasolina, el Consejero señor Marfán señala que la mayor incertidumbre que hay es cuándo entra a operar la exención tributaria que se está tramitando. De acuerdo al escenario alternativo presentado por el señor Magendzo sería la última semana de marzo.

El Consejero señor Desormeaux solicita al señor Magendzo que se refiera a la inflación de marzo en particular, respecto a cuánta seguridad y cuánta incertidumbre se tiene.

El señor Magendzo señala que la inflación que se está viendo a marzo, si bien es similar a la que se tenía en el *IPoM* de enero, su composición es bastante distinta. Indica que tiene siete décimas más de X1 que se explican por Alimentos. Por otro lado, los combustibles en particular la gasolina, tendrían una inflación bastante menor. Comenta que lo que más juega en marzo para que este número sea abultado es el reajuste en Educación. Menciona además que las proyecciones de inflación están sujetas hoy día a grados de incertidumbres bastante altos lo que se ilustra con un gráfico donde la corrección de la proyección de inflación no se da en los componentes más estables, sino que en los más volátiles, que corresponden a la tónica de los meses pasados. Señala que son los componentes más volátiles los que están haciendo ruido en la proyección, mientras que los más estables se han comportado según lo que se ha proyectado y han continuado así.

El señor Presidente consulta si el tipo de cambio afecta a los costos marginales. El señor Magendzo responde que efectivamente así es, pero no lo suficiente, ya que además hay un cierto rezago entre los costos marginales que se miran y la fijación tarifaria.

Respecto a expectativas de mercado, el señor Magendzo indica que las mesas de dinero están esperando, a un año, inflaciones en torno a 4,7% y también la Encuesta de Expectativas aumenta su expectativa de inflación por sobre 4% a un año. A dos años las mesas de dinero están esperando 4%, mientras que la Encuesta de Expectativas persiste por segundo mes en 3,2% y esa es la inflación esperada para Chile. Ante esta afirmación el señor Presidente consulta la razón de que esta sea la inflación esperada para Chile.

El señor Magendzo responde que la estimación de *Consensus Forecast* a un año es por sobre 4% y comenta que dada la relevancia de este tema, se presentó en esta Reunión la Encuesta de Expectativas que hace el IMCE y el IPEC, donde se consulta a los encuestados cuánto esperan que sea la inflación en doce meses y la respuesta es cercana a 5%. Esta respuesta se ha mantenido por varios meses. En relación al indicador que consulta sobre cuánto está usted preocupado por la inflación en los doce meses que se le hace a los encuestados del IPEC, señala que ésta ha ido subiendo marginalmente, pero que igualmente es más baja que el *peak* que alcanzó en algún momento.

El Presidente, señor José De Gregorio, suspende la Sesión a las 14:10 horas e informa que la misma se reanudará a las 16:00 horas.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria Nº 120.

El señor Presidente solicita al Gerente de División Estudios señor Pablo García que presente las Opciones de Política Monetaria.

El Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo decidió mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25 puntos base. Adicionalmente, señala el Gerente de División Estudios que el Consejo estimó que no se podía descartar un ajuste adicional de la Tasa de Política Monetaria, dependiendo de la información acumulada, en particular el desarrollo del escenario internacional, la persistencia de la apreciación cambiaria reciente y la eventual propagación de los *shocks* inflacionarios del año pasado a otros precios.

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

1.- En el ámbito internacional, los indicadores del mes han seguido mostrando marcadas caídas en la actividad de Estados Unidos de América, mientras los mercados financieros desarrollados dan cuenta de nuevos ajustes. La situación de liquidez en los mercados interbancarios globales continúa frágil, lo que ha requerido de significativas medidas adicionales por parte de los principales Bancos Centrales. Asimismo, el deterioro de la calidad crediticia de los clientes del sistema financiero se ha acentuado, y el dólar se ha debilitado a nivel internacional.

2.- Señala también que en el resto de las economías desarrolladas, se aprecian signos más notorios de debilitamiento económico, pero las economías emergentes mantienen un panorama de crecimiento saludable, en un entorno generalizado de mayores precios de materias primas.

3.- En el caso de Chile, la principal novedad ha sido una apreciación adicional significativa del peso. Agrega el señor García que, desde diciembre, esta apreciación se podría explicar hasta en un 50% por la combinación de cambios en los diferenciales de tasas de interés y precios esperados del cobre y del petróleo.

4.- Por otro lado, menciona el señor García que en febrero el incremento del IPC excedió en 1-2 décimas las proyecciones internas. Asimismo, agrega que la inflación continúa elevada y la interpretación del origen de estas sorpresas hace esperar más inflación en alimentos en el corto plazo.

5.- Indica el señor García que el mercado reaccionó intensamente a la mayor inflación de febrero, con incrementos en las compensaciones inflacionarias a todos los plazos, por magnitudes dos o tres veces el tamaño de la sorpresa inflacionaria.

6.- Señala también el señor García, que por el lado de la actividad económica, se consolida un panorama de actividad para el primer trimestre menor que el previsto en el *IPoM*, pero similar al evaluado en la Reunión de Política Monetaria pasada. La demanda interna, en particular la inversión, sigue creciendo a tasas elevadas. En tanto, la situación energética sigue siendo altamente incierta.

7.- Comenta el señor García que, congruente con la interpretación del mercado de las implicancias de la sorpresa de febrero, las expectativas privadas para la Tasa de Política Monetaria se han empinado en el corto plazo, volviendo a un escenario similar al del *IPoM*, con entre 0 y 2 aumentos adicionales de la Tasa de Política Monetaria.

Menciona el señor García que dados los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria, se considera que las opciones más plausibles para esta ocasión son un incremento de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base o su mantención en el nivel actual. Debido a los niveles de incertidumbre y las sorpresas del mes con implicancias opuestas para la política monetaria, se estima que esta decisión es particularmente difícil en esta ocasión. Asimismo, el señor García agrega que el panorama contempla, por un lado niveles de inflación anual muy por sobre la meta (y que en marzo será mayor aún), pero con noticias por el lado cambiario y de actividad global y local que podrían ser suficientes para que la inflación converja a la meta en el horizonte de política.

Señala el señor García que debido a la magnitud relativamente acotada de la sorpresa inflacionaria de febrero, y de actividad, en esta ocasión se estima que difícilmente esos antecedentes por sí solos pueden dar pie para justificar la decisión de mantener o subir la Tasa de Política Monetaria. Asimismo, en el ámbito externo, aunque las condiciones cíclicas de las economías desarrolladas se ven más debilitadas, el mundo emergente sigue mostrando un panorama auspicioso. Agrega el señor Gerente de División Estudios que la evidencia tampoco parece ser suficiente para inclinar la balanza por una u otra opción.

Agrega que por ello, en esta oportunidad, se estima que los aspectos claves a tomar en cuenta en la decisión son la evaluación que se tenga respecto del grado de persistencia de la apreciación del peso y su consecuente efecto desinflacionario en el corto y mediano plazo, así como la evaluación que se haga respecto de la coherencia de los actuales precios de activos financieros con las perspectivas esperadas de inflación y política que el Consejo estima como más probables hacia delante.

Respecto del primer punto, el señor García menciona que en la Reunión de Política Monetaria de febrero, se evaluaron las implicancias de distintas trayectorias cambiarias, mostrando cómo, en caso que la persistencia de la apreciación a dicha fecha fuese total, la inflación estaría dentro del rango meta varios meses antes que lo previsto, siendo incluso posible en esta eventualidad, que durante el primer semestre de 2009 se ubicase bajo 3%. Agrega el señor García que en esta ocasión, aunque es probable que un escenario como ese se materialice, es necesario evaluar en su conjunto el panorama de inflación externa, precios de *commodities* y tarifas eléctricas, ejercicio que se realiza para la elaboración de los *IPoM*. Indica que este panorama depende, sin duda, de que la apreciación del tipo de cambio nominal multilateral sea efectivamente una apreciación de carácter real, y no la simple compensación de mayor inflación externa. Los niveles a los que ha llegado el tipo de cambio real sugieren que la apreciación ha sido significativa en términos efectivos y no solo nominales.

Menciona el señor García que respecto del segundo punto, las proyecciones de corto plazo preparadas para esta Reunión de Política Monetaria consideran una aceleración de la inflación IPCX1 que va más allá de mantener la sorpresa del mes de febrero en el nivel de precios. Ello, considerando un efecto significativo de los mayores precios recientes de los alimentos sobre los productos donde potencialmente este traspaso se debería dar. Agrega que este escenario, en todo caso, es bastante más negativo que el considerado en reuniones pasadas y está sujeto a un alto grado de incertidumbre. Un escenario menos pesimista, similar al que se tenía en la Reunión de Política Monetaria pasada, pero dejando dentro de la base la

sorpresa de febrero, llevaría a acumular en torno a medio punto menos de inflación hasta agosto.

Manifiesta el señor García que el elevado grado de incertidumbre asociado a estas proyecciones está también presente en las evaluaciones del mercado, donde los análisis internos realizados indican que el aumento de la compensación inflacionaria a diversos plazos responde, en parte a la mayor incertidumbre respecto a la evolución de corto plazo de la UF y también a algo de mayores expectativas de inflación.

Señala el señor García que de esta forma, la opción de considerar un aumento de la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad, se puede justificar en la medida que se estime que el escenario macroeconómico actual contempla, con una probabilidad relevante, que se postergue la convergencia de la inflación a la meta, que la apreciación reciente del peso es un fenómeno fundamentalmente pasajero o con implicancias desinflacionarias menores, y que los precios de activos financieros dan una interpretación razonable de las expectativas privadas de inflación y las consecuentes acciones de política.

Agrega el señor García que, por otro lado, la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión se puede justificar con los argumentos contrarios. Indica principalmente, que la apreciación cambiaria ya ha sido de una magnitud tal que generará probablemente efectos desinflacionarios suficientes para permitir la convergencia de la inflación al rango de tolerancia, y que los precios de activos financieros están inusualmente afectados por la alta incertidumbre inflacionaria de la coyuntura actual.

Menciona el señor García que como es habitual, consideraciones de orden comunicacional pueden llevar en esta ocasión a ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. En primer lugar, el mercado se encuentra inusualmente divido con respecto a la decisión de política. En ese sentido, es posible que cualquier opción que se tome provoque algún grado de sorpresa y ajuste en los precios de activos financieros. En segundo lugar, desde el último *IPoM* se ha mantenido un sesgo referido a las decisiones futuras de política, y que este tema será evaluado con particular cuidado en el comunicado por parte del mercado y analistas. Agrega el señor García que estas dos consideraciones hacen que mantener la Tasa de Política Monetaria y el sesgo del comunicado anterior, o subir la Tasa de Política Monetaria y eliminar el sesgo, sean opciones similares. Adicionalmente, indica que aumentar la Tasa de Política Monetaria manteniendo el sesgo o mantener la Tasa de Política Monetaria eliminando el sesgo llevaría a sorpresas de mayor magnitud en el mercado. Asimismo, el señor García agrega que en el primer caso, señalizando que existen preocupaciones inflacionarias superiores a las que se han comunicado con anterioridad; en el segundo, indicando que la apreciación cambiaria vivida es suficiente para hacer el trabajo de reducir la inflación hacia el rango meta.

Por otro lado, menciona el Gerente de División Estudios señor Pablo García que un tema táctico que no se puede eludir, se refiere al foco que existirá en el mercado respecto de la inflación de marzo. Debido a que en este mes se producen aumentos estacionales vinculados a la indización, la magnitud de la variación del IPC en marzo será leída como antecedente clave para evaluar la existencia de una propagación indeseada de la mayor inflación reciente. Agrega el señor García que en este sentido, la decisión de mantener en esta ocasión se expone al riesgo de tener que generar un incremento de la Tasa de Política Monetaria significativo en abril en caso de que la sorpresa inflacionaria sea relevante. Señala que un aumento de la Tasa de Política Monetaria ahora mitiga este riesgo. Por otro lado, menciona que, en caso de mantener el sesgo en esta ocasión, la divulgación de un nuevo *IPoM* en mayo haría difícil no validar el sesgo en abril, incluso con una inflación cercana a las proyecciones contenidas en este reporte.

Finalmente, menciona el señor Gerente de División que con relación a la dinámica cambiaria, en la medida que se estime que las fluctuaciones recientes son producto de una sobrerreacción basada en expectativas alejadas de los fundamentos, la mantención de un sesgo al alza podría sostener o acentuar este proceso de apreciación.

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

Señala el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel que quiere referirse a dos temas. El primero, dice relación con la nueva facilidad de préstamo por US$ 200.000 millones anunciada por la Reserva Federal hace dos días. El segundo, es su recomendación de política monetaria.

En relación con la facilidad de préstamo de la Reserva Federal, *Term Securities Lending Facility*, indica que en la Reunión de la mañana, se mencionó que equivaldría a una compra de cartera mala por parte de dicha institución. Al respecto, el señor Schmidt-Hebbel indica que difiere de dicha interpretación, no por motivos contables o legales, como se mencionó, sino que por razones estrictamente económicas. Señala que dicha facilidad no constituye compra ni tampoco es necesariamente de cartera mala o vencida, ya que la operación consiste en entregar papeles emitidos por el Tesoro de Estados Unidos de América en préstamo por 28 días a operadores primarios, fundamentalmente grandes bancos, garantizados por deuda de agencias federales, por pasivos garantizados con deuda hipotecaria, *mortgage-backed securities* emitidos por agencias federales, y con pasivos garantizados por deuda hipotecaria rankeados AAA/Aaa emitidos por terceros.

Manifiesta el señor Gerente que esta operación de corto plazo con grandes bancos y con las garantías mencionadas, sólo sería equivalente a una "compra de cartera mala" si la probabilidad de devolución de dichos préstamos al cabo de 28 días fuese igual a 1 menos el descuento de mercado de la hipotética cartera mala. En su opinión, esto parece improbable en el caso de la mayoría de los bancos que tomarán dichos préstamos de papeles por parte de la Reserva Federal.

Por otra parte, el Gerente de Investigación Económica señala que las novedades verificadas en el mes que ha transcurrido desde la Reunión de Política Monetaria de febrero de 2008, han sido intensas y se concentran en eventos que tienen implicancias negativas para nuestras proyecciones de producto e inflación para los siguientes dos años. Por el lado inflacionario, indica que solo destaca un componente no anticipado en la inflación de febrero, que ha llevado a una corrección moderada hacia arriba en las proyecciones de inflación para el corto plazo. En dirección opuesta y con significativas implicancias deflacionarias de mediano plazo, se ha conjugado una severa intensificación de la crisis *subprime*, una corrección hacia abajo moderada en el crecimiento mundial, una apreciación intensa y no anticipada del peso chileno, tanto bilateral como multilateral, y un crecimiento doméstico más débil de lo anticipado. Finalmente, y a la luz de estos antecedentes, el Gerente de Investigación Económica señor Klaus Schmidt-Hebbel recomienda mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala que la decisión para esta reunión se centra principalmente, en cuál nivel de Tasa de Política Monetaria es donde el Banco Central debiera terminar su ciclo de ajuste monetario: en el nivel actual de 6,25 puntos base o 6,50 puntos base. Menciona el señor De Ramón que la Gerencia

de División Estudios ha indicado que a pesar de considerar la significativa apreciación cambiaria reciente y también el ajuste que se espera en el impuesto específico a la gasolina, durante los próximos seis meses se tendrán dos décimas más de inflación que lo estimado previamente. Agrega que si bien este aumento esperado puede ser mayor o menor que 0,2%, las noticias que se han recibido en los últimos treinta días, ya sea por datos duros o efectivos, como por ejemplo los del INE o de las noticias de prensa, para los próximos dos o tres meses hay un sesgo inflacionario más bien alcista que bajista. Agrega el señor De Ramón que en un escenario mayor a seis meses, el efecto de la apreciación cambiaria podría llevar la inflación mucho más abajo, a cerca de dos puntos como lo mencionó la Gerencia de División Estudios, pero indica que ello depende de la persistencia de esta apreciación la que aún es difícil de determinar y cuantificar. Asimismo, el señor De Ramón señala que no se sabe cuánto tiempo más va a durar este escenario.

Indica el Gerente de División señor Beltrán De Ramón, que dado lo anterior se inclina, con algunas dudas, por recomendarle al Consejo subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos y situarla en 6,50%. Adicionalmente, agrega que se podría argumentar que es mejor mantener en 6,25 puntos base a la espera del dato de inflación de marzo, en la eventualidad que fuera más bajo que lo presupuestado y menor al esperado por el mercado. Sin embargo, menciona que a este escenario le asigna una probabilidad baja por las razones anteriormente expuestas, y dado que la apreciación cambiaria aún no tendrá efecto importante en el registro mensual de los próximos meses. Señala el señor Beltrán De Ramón que hay que tener presente el problema de qué hacer con el sesgo de esta Reunión: mantenerlo o eliminarlo. Por otro lado, indica que hay una razón táctica para subir la Tasa ahora y no esperar, ya que mientras más tiempo pase los menores datos de actividad que se esperan hacia delante y junto a ello, los registros de inflación que aún siguen en alto entre 8% y 9%, según indica la Gerencia de División Estudios, harán más difícil subir la Tasa de Política Monetaria en las próximas reuniones. Por lo anterior, el señor De Ramón concluye que tal vez esta es la última oportunidad.

Finalmente y concordante con lo anterior, el Gerente de División Operaciones Financieras estima que junto al alza que se recomienda, se debería remover el sesgo y dejarlo data dependiente, de manera de ir moviéndonos a una situación neutral. Ello haría que las expectativas de aumento de tasa se disipen, la curva se aplane o invierta, y el efecto adicional por diferencial de tasas en el tipo de cambio será casi nulo, si se considera que el efecto del tipo de cambio no es la próxima Tasa de Política Monetaria sino la acumulación de las Tasas de Política Monetaria hacia delante. Por último, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón indica que dicho esto, en los próximos meses se tendrán inflaciones altas con registros entre 8% y 9% entre abril y junio, pero que con este movimiento táctico se sabrá que el Banco ya hizo la tarea.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de División Política Financiera, señor Kevin Cowan.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan, propone una mantención de la Tasa de Política Monetaria en 6,25 puntos base por tres motivos. En primer lugar, menciona que de acuerdo a las noticias que se han recibido en relación a la demanda agregada, éstas son el continuo ligamiento en los niveles de actividad de nuestros principales socios comerciales. Agrega que esto tiene o tendrá un efecto rezagado sobre la actividad chilena y por lo tanto, se materializará en los semestres venideros por el continuo deterioro de las perspectivas de actividad con los principales socios comerciales y por la apreciación cambiaria no anticipada que uno esperaría que fuera contractiva para una economía abierta y no indexada al dólar como la chilena.

En segundo lugar, señala el señor Cowan que otro motivo que se debe destacar es la persistencia de los problemas en los mercados financieros, y los intermediarios financieros en los Estados Unidos de América.

En tercer lugar, menciona el señor Cowan que los efectos y eventos de una apreciación no anticipada del peso sobre la inflación, incluso en un escenario donde algo más de un tercio de esta apreciación, se pueda revertir en un corto plazo.

Finalmente el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala su intención de enfatizar en relación a las expectativas inflacionarias. Indica que en relación a lo anterior, hay un efecto cualitativamente importante, pero que también hay un efecto cuantitativamente importante de los *payments* por la incertidumbre inflacionaria sobre las compensaciones inflacionarias, lo que hace trascendental mirarlas con mucha detención, en especial la de más largo plazo. Agrega que esto debe analizarse en un contexto donde es muy fácil argumentar que la incertidumbre sobre la inflación y por lo tanto, las compensaciones por riesgo, han estado al alza.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que lamenta haber hecho perder tanto el tiempo en la mañana, oportunidad en que se discutió si había o no crisis financiera. Para ello, el señor Consejero indica que se debe definir una línea que una vez que se cruza uno puede decir que estamos ante un evento mayor. Agrega que su única intención fue decir que esa línea se puede dibujar en varios puntos, pero que finalmente se terminó discutiendo sobre la forma en que lo quise ejemplificar. Concluye señalando que todo ha sido una pérdida de tiempo.

El señor Presidente ofrece la palabra al Subgerente General, señor Leonardo Hernández.

El Subgerente General señor Leonardo Hernández, señala que si se analiza la lógica que se dio en los meses anteriores cuando el Consejo decidió mantener la tasa, y si se analiza lo que ha evolucionado la economía, se podría concluir que estos elementos llevan a mantener la Tasa de Política Monetaria en este momento y no aventurarse por un cambio. Manifiesta el señor Hernández que la incertidumbre ha crecido, el tipo de cambio se ha apreciado aún más, y señala que como lo mencionó en la Reunión de la mañana el Consejero señor Marfán, la sensación de crisis es algo ha ido en aumento. Menciona el señor Hernández que se está entrando en un proceso de crisis, producto de una secuencia bastante más rápida. Por ello, la misma lógica indica que lo más prudente sería mantener la Tasa de Política Monetaria en un escenario que en cualquier momento se puede dar vuelta en otra dirección.

El señor Presidente ofrece la palabra al Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco B.

El Ministro de Hacienda señor a Andrés Velasco indica que sus comentarios los va a dividir entre los que tienen que ver con la estrategia de más largo plazo y los que se refieren a tácticas y comunicaciones de más corto plazo. En cuanto a la estrategia de fondo, señala que desde hace meses tiene la convicción que buena parte del recrudecimiento de la inflación en Chile es un fenómeno de oferta, y que por lo tanto, requiere de una reacción medida de la Política Monetaria. Agrega que nada de lo que ha ocurrido en los últimos treinta días le hace variar esa convicción, sino que al contrario. Señala que tomando en cuenta alguno

de los antecedentes que se dieron en la Reunión de la mañana, se observa por ejemplo, que el comportamiento de los salarios más allá de lo que se esperaría dado el alto grado de indexación en Chile, no parece inusual, y si además se rige por lo que está pasando con los costos unitarios y por el peculiar comportamiento del empleo, con mayor razón se debe concluir lo anteriormente expuesto.

El Ministro de Hacienda señor Velasco, hace presente que las novedades van en otra dirección. Indica que en el plano internacional, las noticias son casi todas malas y en el plano nacional en cuanto a actividad, las noticias son casi todas de una menor agilidad, y agrega que sumado a esto, hay una apreciación imprevista mayor de lo que nadie en algún momento tuvo en el radar de lo plausible y que va a tener consecuencias desinflacionarias.

Agrega el señor Ministro que por lo anteriormente expuesto sugiere la mantención de la Tasa de Política Monetaria.

En cuanto a las consideraciones tácticas y comunicacionales, señala que existe una alta probabilidad que la tasa mensual de inflación en marzo sea alta, e indica que quizás sea maquinalmente menor a lo que el mercado hoy en día anticipa o a lo mejor no. Por otro lado, agrega que las consecuencias de una tasa de inflación mensual que ronde o quizás exceda del 1% no se puede menospreciar y que claramente tras esa cifra sería difícil explicar que el Banco Central de Chile no actúe. Por lo tanto, y casi con certeza, hace presente que un incremento de la tasa de política monetaria hoy habría que sumarla a un incremento adicional el próximo mes. Adicionalmente, agrega que si esta situación se plantea en forma más apacible, va a ser difícil explicar las circunstancias, y señala que una acción de otro tipo y por lo tanto, las consideraciones tácticas lo llevan a reforzar su juicio inicial de que es oportuno mantener la Tasa de Política Monetaria porque deja abierto el espacio de si en reacción a una inflación inesperadamente alta en el mes de marzo, pudiese si así lo estima conveniente y apropiado el Consejo del Banco Central de Chile, incrementar, en ese momento, la Tasa de Política Monetaria.

Finalmente, señala el señor Ministro que la decisión más difícil no pasa por una consideración respecto a la Tasa de Política Monetaria sino que respecto al sesgo. Agrega que respecto a este último se han dado argumentos en ambas direcciones, e indica que no tiene una convicción. En su opinión, es difícil establecer un argumento carente de ambigüedades en una dirección u otra, y agrega que mantener el sesgo hacia arriba haría más comprensiva o menos traumática un alza si ésta eventualmente ocurriera en treinta o sesenta días.

El Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro agradece a la Gerencia de División Estudios por su análisis.

Señala el señor Claro que las principales novedades del mes son tres: a) una significativa alza del precio del petróleo, alimentos y otros *commodities* y una percepción más o menos generalizada que este es un fenómeno prolongado; b) una apreciación muy grande del peso respecto del dólar; y, c) niveles de actividad domésticos algo más bajos de lo esperado y una nueva caída en las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos de América asociados con la crisis del sistema financiero.

Indica el señor Consejero que, por una parte, los *shocks* de precios internacionales han sido altos y las expectativas que se disipen en el corto plazo parecen ser bajas. Como se ha observado, lo anterior tiene implicancias de primer orden y justificadas sobre la inflación y sus expectativas de corto y mediano plazo. Agrega que algo similar ocurre con los efectos de la sequía y la restricción energética.

Comenta asimismo, que la corrección de las expectativas al alza mantienen bajas las tasas reales de corto plazo, lo que sumado a una caída en las tasas largas como respuesta a los acontecimientos internacionales, limita en parte la efectividad de los últimos ajustes de política monetaria. En su opinión, señala que lo anterior es relevante debido a que los ajustes de política monetaria no solo tendrán consecuencia vía afectar las expectativas de inflación en el mediano plazo, sino también en evitar una expansión excesiva de la demanda interna. Agrega que los *shocks* de oferta enfrentados, la persistencia esperada de éstos y las tasas de crecimiento de la demanda interna, sugieren que no hay espacio para relajar la política monetaria.

Señala el Consejero señor Claro que, sin embargo, las otras dos novedades correspondientes a la apreciación del peso y el debilitamiento en Estados Unidos de América, apuntan en la dirección contraria. Indica que el menor dinamismo en la actividad doméstica no parece deberse a una débil demanda domestica. No obstante, señala que es razonable pensar que la menor actividad en Estados Unidos de América repercutirá en Europa y, por lo tanto, en Chile en algún minuto, aunque no hay indicios de ello. Por otro lado, hasta ahora, las revisiones a la baja en el crecimiento 2008/2009 para los países desarrollados, siendo relevantes, parecen acotadas, aunque con un nivel de incertidumbre importante. Respecto de los efectos sobre inflación de la apreciación cambiaria, manifiesta el señor Consejero que hay dos consideraciones a tener en cuenta. Por un lado, parte de la apreciación podría estar compensando alzas en los precios internacionales, por lo que el efecto desinflacionario podría ser menor al discutido en la Reunión de la mañana y por otro lado, aún en el caso en que el menor tipo de cambio nominal pueda ser totalmente traspasado a menores precios internos de bienes transables, el efecto es acotado. Indica que por ahora, a falta de un análisis con más profundidad, piensa que la incertidumbre sobre este mecanismo es lo suficientemente grande como para determinar la decisión de política.

Manifiesta el Consejero señor Claro que considera que el riesgo de hacer descansar la caída en la inflación y el anclaje de las expectativas en la desaceleración de Estados Unidos de América o en el ajuste cambiario es a estas alturas alto, especialmente en un contexto como el actual, con tasas de inflación tan elevadas y donde la credibilidad del Banco Central de Chile está a prueba.

En consecuencia, el Consejero señor Sebastián Claro vota por subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base, e indica que respecto al sesgo, se manifiesta partidario de eliminarlo en la medida que la Tasa de Política Monetaria se ajuste a 6,50%. Si ese fuera el caso, cree que es fundamental recalcar que los meses de marzo y abril tendrán altos registros de inflación, por lo que esta decisión no debiera verse afectada por esas noticias, salvo por sorpresas desagradables. Indica que la eliminación del sesgo la justifica principalmente para hacer un análisis más detallado de la evolución del tipo de cambio. Finalmente, señala que le parece excesivamente riesgoso mantener la tasa y eliminar el sesgo, ya que no cree que exista una mejor perspectiva inflacionaria que la que teníamos hace un mes, y que el costo en credibilidad de equivocarse, anunciando una política monetaria más laxa, puede ser mayor que las ganancias esperadas de ello.

El Consejero señor Enrique Marshall agradece al *staff* el material preparado para esta ocasión.

Señala el señor Consejero que los antecedentes del último mes, lejos de clarificar las cosas, han tornado aún más complejo el escenario macro que enfrentamos. En el frente externo, los signos de deterioro se siguen acumulando, pero lo más relevante es que la incertidumbre y los riesgos han aumentado. Manifiesta que la economía norteamericana se ajusta en forma significativa, en tanto Europa y Japón se muestran más débiles. Los problemas de liquidez, después de algún respiro, vuelven a intensificarse, lo que se refleja en una nueva ampliación de márgenes en los mercados monetarios. Agrega el señor Consejero que los Bancos Centrales han dispuesto recientemente nuevas medidas para aliviar la situación. En los mercados de crédito, los *spreads* se han ampliado en forma bastante generalizada y algunos de ellos han alcanzado niveles record. Señala que a la preocupación por los bancos se ha sumado la preocupación por las compañías de seguro. En este escenario, los bonos gubernamentales han vuelto a mostrar caídas en sus índices de rendimiento. Las perspectivas para la política monetaria apuntan a nuevos recortes en Estados Unidos de América y a movimientos en la misma dirección, pero algo rezagados, en Europa. Congruente con todo ello, el dólar ha continuado depreciándose.

No obstante lo anterior, señala el Consejero señor Marshall que los *commodities* han retomado una fuerte tendencia alcista. El petróleo y el cobre han alcanzado niveles record. Con ello, la preocupación por la inflación se ha intensificado en forma bastante generalizada y se plantea en estos momentos como un problema global.

Comenta que los riesgos de un deterioro más intenso y/o más prolongado del previsto han aumentado. Indica el señor Consejero Enrique Marshall que especial preocupación despierta la persistencia de condiciones financieras adversas sobre la actividad real y la composición de efectos financieros y reales sobre las instituciones financieras y la provisión de crédito para la economía real.

Finalmente, señala el Consejero que por el momento los ajustes reales y financieros en el mundo desarrollado han tocado en forma parcial y moderada a las economías emergentes.

Comenta el Consejero señor Marshall que en el frente interno, la preocupación se centra en la alta inflación, cuya trayectoria futura se ha tornado más incierta y en la significativa apreciación del peso. Indica que este es un cuadro que se repite en numerosas economías emergentes. Los mercados monetario y crediticio no presentan mayores novedades. Las señales de ajuste que se observaban en el mercado del crédito bancario se han moderado. Las tasas largas en pesos suben, mientras las tasas en UF bajan. Ello responde a reacciones frente a noticias de actividad y la inflación, pero también a mayor volatilidad y a percepciones de mayor riesgo.

Por su parte, indica el señor Consejero que en lo que constituye la principal noticia del mes, el peso se volvió a apreciar, aumentando la desviación respecto de valores congruentes con sus fundamentos de largo plazo. Señala que de persistir este cuadro, tendría efectos sobre la trayectoria de la actividad y muy especialmente, sobre la trayectoria de la inflación, los que deben ser monitoreados y procesados con atención para efectos de nuestras decisiones.

Comenta el Consejero señor Marshall que la demanda interna mantiene su dinamismo. Las importaciones muestran especial vigor, en particular las de bienes de capital.

La actividad interna, en tanto, se desacelera, incluso algo más de lo previsto a principios de año, en buena medida por factores de oferta.

Por otro lado, en lo más reciente, el empleo repunta nuevamente, pero las tasas de desempleo no se modifican debido a que se mantiene un importante crecimiento de la fuerza de trabajo. Indica el señor Consejero que los salarios observan un ritmo de crecimiento que sigue siendo congruente con el nivel de la inflación y los mecanismos de indexación habituales.

Agrega que la inflación del último mes sorprendió al alza en algunas décimas, reforzando la preocupación por su trayectoria futura, la que se ha visto alimentada adicionalmente por la evolución reciente de los precios de los *commodities*, en particular del petróleo y por los efectos de una sequía que podría extenderse en el tiempo. Señala el Consejero señor Marshall que las proyecciones de inflación para los próximos meses se han ajustado al alza, pero la incertidumbre asociada es alta.

Manifiesta que congruente con lo anterior, las expectativas de inflación según las distintas fuentes han aumentado. Sin embargo, éstas siguen siendo congruentes con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política.

En cuanto a las expectativas para la Tasa de Política Monetaria, indica que se ha vuelto a un cuadro similar al del último *IPoM*, en el que se contemplaban entre cero y dos alzas adicionales, que luego se revertían. En este contexto, señala que coincide con la Minuta de la Gerencia de División Estudios en el sentido que las opciones razonables son mantener la tasa en su actual nivel o subirla en 25 puntos base, y le parece que la decisión resulta bastante difícil.

Al respecto, señala que descarta, por de pronto, la opción de bajar la tasa porque la inflación sigue siendo muy alta y, en estas circunstancias, una relajación de la Política Monetaria tendría efectos adversos sobre la formación de expectativas y aumentaría los riesgos de propagación.

Señala el Consejero señor Marshall que se puede argumentar que un alza de 25 puntos base tendría efectos positivos sobre las expectativas y con ello reforzaría la convergencia inflacionaria y que también se puede sostener que ello permitiría adelantar el cierre del actual ciclo de tasas lo que aportaría certidumbre al mercado. Sin embargo, estima que un alza conlleva riesgos altos considerando la evolución del escenario externo. Considera, al mismo tiempo, que existen fuerzas en operación que apoyan la convergencia inflacionaria en el horizonte de política. Agrega que le parece que un alza, en esta oportunidad, no permitiría cerrar el actual ciclo de tasas, dada la incertidumbre prevaleciente. Por otro lado, la Tasa de Política Monetaria no presenta actualmente una desviación significativa o apreciable respecto de su nivel normal, lo que sugiere actuar con prudencia.

Finalmente, el Consejero señor Marshall señala que las expectativas de mercado para esta Reunión se encuentran bastante divididas, lo que es bastante inusual, pero explicable, considerando el cuadro que se enfrenta, de manera que la decisión de mantener la Tasa de Política Monetaria no debería sorprender en forma exagerada al mercado.

Por todo ello, el Consejero señor Marshall señala que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25%., sin desconocer que esta decisión conlleva también riesgos, los que le parece que son menores a los de la opción alternativa. Indica que en un escenario de alta incertidumbre, su preferencia es por esperar y acumular más antecedentes antes de decidir un nuevo movimiento en la Tasa de Política Monetaria.

En cuanto al Comunicado, señala que éste debería mantener un sesgo relativamente similar al entregado en la última Reunión, con una referencia más explícita al eventual efecto que tendría la persistencia en la apreciación del peso observada en el último tiempo para la política monetaria

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis del *staff* que en esta ocasión de mayor dificultad para interpretar la coyuntura, ha estado particularmente esclarecedor. Destaca especialmente la Minuta de Opciones que de manera breve ha abordado temas de profundidad y hace suyas la lista de las principales noticias contenidas en esa Minuta para no alargar este voto.

Indica que en ocasiones anteriores ha hecho referencia al elevado nivel de las compensaciones inflacionarias que se desprenden de los precios de los activos, y señala que el propio staff ha elaborado Minutas internas que muestran que se trata de un fenómeno generalizado en muchas otras economías y que en nuestro caso hay un componente de prima de riesgo que se ha elevado y que, por lo tanto, no hay una evidencia clara de desanclaje de expectativas. Manifiesta que un indicador más confiable en las actuales circunstancias es la Encuesta de Expectativas Económicas que muestra un aumento en las proyecciones de inflación que es considerablemente inferior al que está contenido en las compensaciones inflacionarias.

Respecto del tipo de cambio, el Consejero señor Manuel Marfán destaca dos factores. Primero, que la apreciación del peso de los últimos meses no se explica por la mayor inflación mundial en dólares solamente y que, por lo tanto, la apreciación real también ha sido muy significativa. Segundo, que la apreciación de los últimos meses no se explica por un cambio en los fundamentales que determinan su equilibrio. Por lo tanto, en su opinión, sí se justifica lo que ha señalado en los dos últimas Reuniones, en cuanto a que el tipo de cambio real se encuentra por debajo, es decir más apreciado del rango que el Banco Central de Chile considera el equilibrio fundamental; que ese desalineamiento cambiario se ha profundizado; y, que los supuestos de convergencia que usualmente se imponen en nuestros modelos no se están dando. El Consejero señor Marfán agrega a su planteamiento que las políticas de estabilización cuando coinciden con desalineamientos cambiarios pronunciados no han tenido efecto permanente, ni en Chile ni en otras economías y que profundizar el efecto estabilizador a costa de exacerbar otros desequilibrios macroeconómicos está fuera de cualquier modelo racional que conozca.

Comenta el señor Consejero Marfán que el papel de la política monetaria es acercar la economía lo más rápidamente posible a su equilibrio estacionario, donde una inflación igual a la meta forma parte de este equilibrio, pero acercar la inflación a su nivel meta a costa de alejar alguna otra variable de su equilibrio estacionario es inconsistente, a su juicio, con nuestra misión institucional.

Indica que la actual coyuntura exige combinar una política monetaria estabilizadora con intervención en el mercado cambiario, es decir, un esfuerzo que nos acerque al equilibrio estacionario en todas sus variables fundamentales. Reconoce el Consejero señor Marfán que esta mezcla de política es altamente debatible, tanto teórica como empíricamente, y que en su argumento el peso de la prueba recae en él. Señala que se trata de una tarea que está realizando, de la cual está convencido, pero donde está pendiente aún convencer a sus colegas del Consejo y del *staff*, cosa que espera hacer en los próximos días.

En opinión del Consejero señor Manuel Marfán, hay que elevar la tasa de política monetaria en conjunto con una intervención cambiaria y que en ausencia de esta última, no corresponde elevar la tasa de política monetaria en esta Reunión.

Por las razones ya expuestas, indica que lo anterior no significa renunciar a nuestra misión antiinflacionaria. Agrega que el esfuerzo antiinflacionario debe hacerse de manera duradera, sin exacerbar otros desequilibrios peligrosos. Manifiesta que el atraso cambiario no es una forma legítima, en el sentido de duradera, de lograr una meta que hemos definido de manera permanente, ya que hay amplia evidencia que los desalineamientos cambiarios se corrigen con brusquedad. Indica que tampoco está señalando que elevar la tasa de política hoy hará más controlable la inflación a futuro, solo por su efecto cambiario. Por el contrario, señala que lo que está diciendo es que ese aumento exacerbaría un desequilibrio que existe y que ya es grave.

Finalmente, señala el Consejero señor Marfán que respecto del sesgo, hay que mantenerlo por simple coherencia con su propio argumento, y agrega que si cree debe hacerse una intervención cambiaria, desconocer ese sesgo sería una pura y simple manipulación.

En consecuencia, el Consejero señor Manuel Marfán vota por mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, manteniendo el sesgo al alza en el Comunicado.

Luego de la votación del Consejero señor Manuel Marfán, el Presidente señor José De Gregorio señala que, para los efectos del Acta, debe precisarse que el Banco Central de Chile no tiene un rango de tipo de cambio de equilibrio, sino que es un supuesto de trabajo de hacia donde va a converger un tipo de cambio de equilibrio coherente con sus fundamentales de largo plazo. Agrega que tampoco es un *statement* sobre el equilibrio de corto plazo, y manifiesta que esta precisión es necesaria, ya que cuando se publique la Minuta se pueden generar confusiones y no cree que sea el tema.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que esta aclaración le parece absolutamente pertinente y que debe ser redactada en la forma como normalmente se comunica en el *IPoM*, ya que al tener un impacto comunicacional no quiere ser inconsistente con lo que se ha comunicado en el *IPoM*.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux agradece el trabajo realizado por el *staff* en la preparación de los antecedentes para esta Reunión. Manifiesta que la decisión de hoy se encuentra, como en pocas ocasiones, rodeada de un alto grado de incertidumbre, tanto sobre los desarrollos externos como internos, y por ello es particularmente compleja.

Indica que en el plano externo, los antecedentes disponibles muestran que el debilitamiento de la actividad en los Estados Unidos de América se ha acentuado y que la probabilidad de una recesión es muy alta. Agrega que le parece más inquietante la percepción que su sistema financiero estaría siendo afectado en su capacidad para otorgar créditos, y que pese a una agresiva reacción de la Reserva Federal, algunos segmentos del mercado de capitales comienzan a evidenciar situaciones de mayor riego, las que podrían derivar en insolvencia. Agrega que también se observan señales de debilitamiento en otras economías desarrolladas, y que mientras el mundo emergente aparece hasta ahora relativamente aislado de esta crisis y se beneficia de los elevados precios de los *commodities*, no cabe duda que una desaceleración del mundo desarrollado, especialmente si ello va acompañado de un deterioro

significativo del sistema financiero, afectará tarde o temprano al mundo emergente y a los precios de las materias primas.

Señala el Vicepresidente señor Desormeaux que en el plano interno la incertidumbre también es significativa. Se consolida un panorama de actividad inferior al previsto en el *IPoM*, tal como se consideró en la Reunión de Política Monetaria pasada y que las perspectivas futuras contemplan, a su vez, un menor crecimiento debido a los efectos de la sequía en la agricultura y en la generación eléctrica.

Indica que la demanda interna en el primer trimestre mantiene e incluso acrecienta su dinamismo, lo que se explica esencialmente por el comportamiento de la inversión. Por otro lado, después de una inflación inferior a la proyectada en el mes de enero, el IPC sorprendió con una inflación superior a la proyectada en el mes pasado, que llevó a una fuerte corrección en las medidas de compensación inflacionaria y las tasas de política monetaria esperadas para el futuro. Señala que hoy el mercado vuelve a proyectar entre 0 y 2 aumentos adicionales de la Tasa de Política Monetaria, lo que es un incremento adicional al esperado hace un mes.

El señor Vicepresidente señala que también resulta inquietante el hecho que del análisis de la sorpresa inflacionaria de febrero, se concluye que cabe esperar más inflación de alimentos y de la inflación total en el corto plazo. Señala que si estos antecedentes apuntan hacia una mayor persistencia de la inflación en el corto plazo, la sustancial apreciación del peso desde diciembre pasado y que se acentuó en las últimas semanas, apunta en la dirección contraria. Lo mismo sucede con la debilidad de la economía global.

Comenta que la decisión de hoy depende entonces de nuestra evaluación acerca de la persistencia de las fuerzas que impulsan la inflación, por una parte hacia arriba y aquéllas que la impulsan hacia abajo. Agrega que un rol importante juegan también las expectativas de inflación del mercado, las que se han incrementado significativamente en las últimas semanas. Lamentablemente, la información proveniente de los precios de los activos financieros contiene premios por riesgo que reducen su valor informativo.

Señala el Vicepresidente señor Desormeaux que dada la importante incertidumbre que rodea todos estos factores, la decisión de esta Reunión no es fácil. Si los factores internos y externos que impulsan la inflación futura, incluyendo la sequía, resultan más persistentes de lo estimado y ello se traduce en mayores precios de alimentos, darían base para las mayores expectativas de inflación privada que sugieren hoy los precios de los activos financieros.

En un escenario menos pesimista en materia de precios de alimentos y, suponiendo una mayor persistencia de la apreciación cambiaria, el panorama inflacionario podría ser más benigno y contemplar incluso una convergencia más temprana de la inflación a la meta que la prevista en el *IPoM* de enero.

Concuerda el señor Vicepresidente con la Gerencia de División Estudios en que la decisión de hoy debe considerar dos opciones. Mantener la tasa de política monetaria o aumentarla en 25 puntos base. Sin embargo, un análisis más completo, como se sugiere, que tome en cuenta el impacto comunicacional de nuestra decisión, debe incluir también una decisión respecto al sesgo en nuestro Comunicado.

Para la Gerencia de División Estudios la mantención de la tasa y la presentación del sesgo restrictivo en el Comunicado sería comunicacionalmente equivalente a un aumento de la tasa de política monetaria acompañado de la eliminación del sesgo. En su opinión, la

mantención del sesgo probablemente tenga un efecto mayor sobre la tasa de política proyectada por el sector privado a futuro que un aumento de 25 puntos base en esta Reunión. En su opinión, ello significaría que el diferencial de tasas de interés proyectado a futuro sería mayor, y si aceptamos que el tipo de cambio ha experimentado una sobrerreacción, esta señal podría acentuarla.

Por todo lo expuesto, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que su preferencia es por aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base y eliminar el sesgo del Comunicado. Sin embargo, previene que en caso de darse una mayoría relativa en favor de la fórmula alternativa de mantención de la tasa acompañada de la mantención del sesgo, está disponible para sumarme a ella. En cambio, señala que no le parece viable la alternativa de mantener la tasa y eliminar el sesgo, ya que no sería consistente con el actual panorama inflacionario.

El Presidente señor José De Gregorio señala que las noticias internacionales son muy adversas. A la crisis financiera internacional que tiene consecuencias directas a través de una severa desaceleración en los Estados Unidos de América, se han sumado importantes alzas en los precios de *commodities*, en particular el petróleo y los alimentos. Agrega que el ambiente es negativo y altamente incierto. En su opinión, no se conoce aún, con algún grado razonable de certeza, la extensión de la crisis y su impacto en las economías industriales, así como sus repercusiones sobre el resto del mundo. Las perspectivas de los precios de los *commodities* son aún muy inciertas, por cuanto una fuerte demanda de componente aparentemente financiero ha empujado sus precios al alza, pero la debilidad internacional debería ejercer presiones a la baja. En resumen, un negativo escenario externo de precios, actividad y turbulencias financieras se complica con la muy elevada incertidumbre.

Indica el Presidente que en el ámbito interno también se han acumulado importantes noticias que alejan crecientemente nuestro escenario central de la realidad. A las dificultades energéticas se ha sumado el *shock* de la sequía, con consecuentes sorpresas inflacionarias y de debilidad de actividad. Así, se comienza a materializar el escenario sesgado a la baja en materia de actividad que se presentó en nuestro último *IPoM*, y aunque la demanda agregada sigue vigorosa, su impacto inflacionario es menor si no afecta la brecha, lo que no ocurre, ya que el aumento de la demanda es fundamentalmente en menores exportaciones netas.

Señala que tal vez la noticia más importante del ámbito inflacionario ha sido la caída significativa del tipo de cambio, la que de persistir tendrá efectos de primer orden en la inflación. Agrega que, asimismo, de materializarse la rebaja de impuestos a las gasolinas, que se suma al aumento del fondo de estabilización de precio del petróleo, los que no estaban contemplados en nuestro escenario base del *IPoM*, deberían contribuir a la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte de política. Por otro lado, señala el Presidente señor De Gregorio que el menor dinamismo de la actividad también debería tener un impacto sobre menores presiones inflacionarias. Por otra parte, indica que la evolución del costo de la mano de obra sigue en rangos coherentes con las cláusulas habituales de indexación, sin sugerir que haya efectos de segunda vuelta más allá de la dinámica normal. Sin embargo, precisa que la evolución de la productividad pone una señal de alerta en los costos laborales unitarios, aunque también se debe notar que el fuerte aumento de la fuerza de trabajo ha tendido a reducir la estrechez en el mercado laboral lo que contiene los aumentos de costos.

Señala el Presidente señor De Gregorio que lo anterior no significa que el panorama inflacionario haya mejorado, sino que, tal como señaló anteriormente, se han acumulado también algunas malas noticias, como es el caso del aumento del precio del

petróleo y los alimentos a nivel internacional, que se suma al efecto de la sequía. Asimismo, señala que no se puede descartar que la reciente depreciación del dólar en el mundo aumente la inflación internacional.

Por otra parte, indica que especial mención merece el aumento de las compensaciones inflacionarias, las que de estar reflejando un aumento significativo de las expectativas inflacionarias, pueden tener efectos muy negativos sobre la evolución de la inflación. Un aumento de las expectativas más allá de nuestra meta de convergencia en el horizonte de políticas, tendría efectos de retroalimentación importantes sobre la evolución futura de la inflación, requiriendo de dosis más fuertes de ajuste monetario. No obstante, señala el Presidente señor José De Gregorio que nuestros análisis, al igual que lo que se observa en muchos países del mundo, es que el efecto de primer orden sobre estas compensaciones son los aumentos de primas por riesgo como resultado de la alta incertidumbre. En consecuencia, en la medida que en este ambiente de incertidumbre aumenta la demanda por papeles denominados en UF, la compensación tiende a sobreestimar las expectativas. Por lo expuesto, indica que se debe seguir muy de cerca la evolución de todos los indicadores de expectativas de manera de asegurarnos que la credibilidad se mantenga. Para ello señala que debemos reiterar que nuestro objetivo operacional es llevar la inflación en torno a 3% en un horizonte en torno a dos años, pero también debemos tomar las decisiones de política monetaria coherentes con dicha meta. Precisa que es en este contexto de muy alta incertidumbre donde se debe tomar la decisión correspondiente a esta Reunión. En su opinión, se está en medio de las mayores turbulencias, y es razonable esperar que las noticias que se han venido acumulando se decanten para poder evaluar con mayor información la persistencia de los *shocks* recientes. Señala que en todo caso, es necesario también remarcar que en el escenario más probable habrá que volver a subir la Tasa de Política Monetaria en el futuro cercano para asegurar el cumplimiento de nuestra meta.

Por lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio señala que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria y mantener un sesgo al alza.

Por otra parte, el Presidente señor José De Gregorio manifiesta que quiere agregar dos cosas que han surgido en esta discusión. En primer lugar, indica que sin duda el sesgo pone presiones cambiarias de las cuales no se conoce exactamente su dimensión. Sacar el sesgo, manteniendo la tasa, sería incoherente en el escenario más probable, ya que tal como se ha discutido, el próximo mes estaríamos subiendo la tasa en el escenario más probable. En tal sentido, se pregunta por las implicancias de una decisión como la expuesta donde sacar el sesgo justo el mes previo es una muy mala señal de la claridad que tiene el Banco Central de Chile, respecto de cómo conduce su Política Monetaria.

Agrega el señor Presidente que está de acuerdo con lo planteado por el Gerente de División Operaciones Financiera señor Beltrán de Ramón cuando expresó que la pregunta tal vez sea si esto se acaba en 6,25% o se acaba en 6,50%. Al respecto, señala que, en su opinión, en el escenario más probable termina en 6,50%, pero indica también que como se mencionó anteriormente, un 6,50% hoy aunque no tengamos sesgo, pondrá una presión muy alta cuando se conozca la cifra de inflación de marzo. El empinamiento de la curva y las presiones cambiarias no van a desaparecer e incluso nos presionarán a tener que subir la tasa. Por lo expuesto, señala el señor De Gregorio que desde el punto de vista de esta evaluación, que es muy compleja, entre mantener el sesgo y mantener la tasa o seguir con el sesgo eliminado, le parece que desde el punto de vista de presión sobre la Política Monetaria, presión que tendremos que seguir observando sobre el diferencial de tasa, lo más prudente en estos momentos es mantener la tasa en 6,25 puntos base con un sesgo al alza.

A continuación, el Presidente señor José De Gregorio señala que hay tres votos por mantener la Tasa de Política Monetaria, y consulta al Vicepresidente señor Jorge Desormeaux y al Consejero señor Sebastián Claro si se suman a la votación de la mayoría de los Consejeros, en cuanto a mantener la Tasa de Política Monetaria en 6,25%. El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que se suma a la mayoría antes mencionada, y el Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que mantiene su votación consistente en subir la Tasa de Política Monetaria a 6,50%.

Una vez adoptado el Acuerdo correspondiente a la Reunión de Política Monetaria del mes de marzo de 2008, el Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que desea hacer un comentario basado única y exclusivamente en la responsabilidad de su cargo, y que se refiere a la conveniencia que en la Minuta que se conocerá en tres semanas más, se mencione o no el tema de la intervención cambiaria. Al respecto, indica que su impresión es que dicha mención tendría un efecto comunicacional de primer orden que superaría cualquier discusión, respecto a la dirección de política o de sesgo que se ha hecho en esta Reunión. Agrega que lo anterior no se realizó en los años 2001- 2002, lo que rompería quizás un principio que se ha mantenido desde esa época, consistente en que las decisiones de intervención se hacen en otras audiencias que no es la de política monetaria. Además, el señor García indica que la referida inclusión, probablemente, quitaría incluso alguna efectividad a la eventual decisión de intervenir. Finalmente, el señor García señala que su responsabilidad es expresar su opinión, pero que la Minuta es del Consejo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Igal Magendzo señala que desea apoyar la opinión del Gerente de División Estudios señor García, y dejar los temas de intervención para cuando sean discutidos con toda la profundidad y todo el alcance que requieren, de acuerdo a todos los principios que se han establecido o se han difundido en nuestro documento de Política Monetaria. De lo contrario, al igual que el señor Pablo García, estima conveniente para el Banco Central de Chile y para la Política Monetaria no hacer mención de la intervención en esta oportunidad.

El Consejero señor Manuel Marfán comenta que tiene la impresión evidente que no pudo efectuar su argumentación sin mencionar la palabra "intervención". Agrega que si los señores Consejeros están de acuerdo, está dispuesto a renunciar al derecho que su voto se exprese en dichos términos en la Minuta. Señala que no está negociando, sino que entiende que los efectos pueden ser contraproducentes. Indica que si cree tan firmemente en lo que ha expuesto, su derecho es que aparezca su argumentación, ya que forma parte integral de su decisión de política monetaria. Por otra parte, hace presente que si hubiera intervención, no quisiera que su referencia a dicha medida conste en la Minuta, ya que no sería justo que apareciera que la decisión fue presionada por un solo Consejero, en especial porque si los demás Consejeros no se pronunciaron, no significa que están a favor o en contra. Señala también que, sin embargo, si no ocurre una intervención, tiene el legítimo derecho a que si ello es lo que piensa, aparezca en la Minuta. El Consejero señor Manuel Marfán indica que se podrían poner de acuerdo en una redacción lo menos dañina posible, y que por último, se vote la Minuta. Sin embargo, concluye que lo que ha expuesto es lo que piensa firmemente, respecto de la decisión de Política Monetaria.

El Presidente señor José De Gregorio señala que cada Consejero tiene derecho a decir lo que le parezca prudente, y también a expresar fuera de Acta lo que estime conveniente. Indica que cada Consejero es cauto en sus decisiones y que no corresponde

que, como Consejo, decidan lo que debe decir un colega, ya que la independencia de cada uno de sus miembros es central para que haya independencia efectiva. Por lo tanto, el señor Presidente precisa que lo que espera es que una vez que se redacte la Minuta, cada uno haga los ajustes que correspondan a su exposición en esta Reunión. Agrega que cree que efectivamente el Consejero señor Manuel Marfán tiene razón al decir que como no estaba en el tema, se transforme en una discusión sobre una intervención, pero ello corresponde a lo ocurrido en esta Reunión y así debe quedar reflejado. Indica que cada uno decidirá, como se ha hecho siempre, si le parece o no corregir el espíritu de lo que se recoja en la Minuta, pero agrega que tampoco le parece que a raíz de lo que pueda aparecer en dicho documento, se vean forzados en esta instancia a discutir qué es lo que se va a hacer. Señala que se ha tomado una decisión de Consejo y que se debe avanzar, pensando en otros temas importantes de política monetaria. El Presidente señor José De Gregorio precisa que el rigor exige que cada uno se haga responsable de lo que dice y que su espíritu quede bien reflejado en el texto.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que el Consejero señor Manuel Marfán tiene total derecho a redactar su voto. Indica que su preocupación se refiere al Acta final porque en ella se refleja toda la presentación, pero que la Minuta tiende a ser un resumen, que utiliza cierta terminología, al hacer mención, por ejemplo, a lo que señalan "algunos Consejeros", o "un Consejero". Hace presente que estamos en presencia de un tema nuevo y que no tiene claro cómo resolverlo, ya que en la Minuta aparecería como "un Consejero". Agrega que lo señalado por el señor Presidente es válido y que lo suscribe plenamente. Sin embargo, en su opinión, la Minuta tiene que ser una versión algo resumida, lo que le preocupa. Indica que otro aspecto a considerar es que si en la Minuta se señala, por ejemplo, "un Consejero manifestó preocupación por a, b o c", el mercado podría leer que los otros cuatro son completamente indiferentes. Reitera que estamos frente a una situación nueva en el sentido que no sabían que se iba a hablar de este tema, y por ello, quizás, cada uno de los Consejeros podría matizar, volver a redactar lo que también desfigura lo que ya se señaló, ya que estarían arreglando el Acta para este efecto. Señala que se está en presencia de un tema que no le parece tan menor.

El Presidente señor José De Gregorio hace presente que quisiera recordar otro tema. De acuerdo con la Ley de Transparencia, el Acta con el nombre de cada uno de los que expongan en una sesión del Consejo, se haría pública en el plazo de tres o cuatro años, tiempo que parece lejano, pero que no los es tanto. Además, indica que quiere agregar que en el Acta correspondiente a esta Sesión, se incorpore la discusión ocurrida después de la votación, ya que es parte de esta Reunión de Política Monetaria. Agrega que lo señalado por el Consejero señor Enrique Marshall es muy válido, y que tiene que quedar en Acta. Indica que en cuanto a la Minuta, es cierto que genera preocupación, pero que cada uno es soberano en lo que dice. El señor Presidente concluye señalando que una vez que se redacte la Minuta, se podría hacer una Sesión Especial de Consejo si se quiere agregar algo a la discusión.

Finalmente, el Gerente Asesor de Comunicaciones señor Luis Álvarez indica que la experiencia que se ha tenido es que de la Minuta se deduzca lo que expuso un Consejero o el Banco. Agrega que quizás se podría requerir un esfuerzo para que la prensa interprete adecuadamente la información que se incluye en la Minuta.

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

120-01-080313 – 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 6,25% 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 6,25% anual.

En el ámbito externo, el escenario para los EE.UU. ha continuado deteriorándose, generando alta volatilidad y mayores riesgos en los mercados financieros internacionales. Los bancos centrales de los principales países desarrollados han adoptado medidas adicionales para atenuar los problemas de liquidez. Hasta ahora, las economías emergentes no se han visto mayormente afectadas, aunque el riesgo de escenarios adversos se ha incrementado. Por su parte, los precios de productos básicos han presentado aumentos significativos.

En lo interno, la última información confirma que la actividad económica del primer trimestre ha estado algo menos dinámica que lo previsto en el *Informe de Política Monetaria.* Los indicadores de inversión se mantienen dinámicos, mientras que el consumo da señales de cierta desaceleración. El desempleo se ha mantenido estable, en un contexto de significativos incrementos en el empleo.

La inflación anual se mantiene significativamente por sobre la meta. Las medidas subyacentes de inflación, incluyendo el IPCX1 (que excluye combustibles, perecibles y algunos servicios regulados), se mantienen elevadas, pero no han seguido incrementándose. Los salarios han aumentado, de acuerdo a su dinámica habitual, mientras que el peso en términos reales mostró una apreciación adicional significativa.

La inflación anual del IPC aumentará en los próximos meses, para luego descender en el curso del segundo semestre, en un contexto de mayor incertidumbre de mercado sobre los registros mensuales esperados. Esta mayor incertidumbre ha aumentado la prima por riesgo contenida en la compensación inflacionaria implícita en la valoración de activos financieros, incluso para los plazos más largos. Las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen ancladas en torno a 3% anual.

El Consejo estima que, aunque la trayectoria futura de la TPM dependerá de la nueva información que se acumule y de sus implicancias sobre la inflación proyectada, no se puede descartar que sea necesario ajustar nuevamente la TPM, de forma de asegurar la convergencia de la inflación a la meta. De particular importancia para esto serán las implicancias para la inflación del desarrollo del escenario internacional, de la persistencia de la apreciación cambiaria real y de la eventual propagación de los *shocks* inflacionarios de meses pasados a otros precios."

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

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)