



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 129 celebrada el 9 de octubre de 2008

En Santiago de Chile, a 9 de octubre 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.

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

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

El Presidente señor José De Gregorio señala que se dará comienzo al análisis de la coyuntura, intentando focalizar los temas desde una perspectiva de discusión global más que de datos específicos. Para ello, solicitó comprimir las presentaciones, favoreciendo la discusión sobre las percepciones, respecto de la mencionada valoración global.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que la presentación tiene varios cambios respecto a lo que es habitual. En primer lugar, indica que el escenario internacional estará focalizado sobre la situación financiera de los mercados. En segundo término, en relación con la presentación de la situación doméstica, indica que se comenzará evaluando la situación financiera, en particular respecto a un primer apronte sobre cuán restrictivas pueden ser actualmente las condiciones financieras en relación a lo que se debiese esperar, dada la Tasa de Política Monetaria y las tasas largas. Finalmente, precisó que se efectuará una revisión del escenario de riesgo del *IPoM*, que se parecía bastante a lo que se está configurando hoy día como escenario base. Indica que en todo caso, no se ha cambiado el escenario base del *IPoM* y que no se tiene un escenario nuevo, pero lo que se vislumbra está constituyéndose en la visión de consenso sobre el crecimiento mundial, *commodities*, y otros, lo que es bastante parecido a lo que se tenía en este escenario alternativo del *IPoM*, salvo en algún par de aspectos. En consecuencia, menciona que se tomará ese escenario para revisar las proyecciones sujetas al escenario alternativo, lo que implica trayectorias de tasa de política monetaria, inflación, crecimiento, y otros aspectos relevantes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que le parece apropiado resumir la presentación y que al final se cuente con mayor tiempo para intercambiar puntos de vista y así informar la discusión de la tarde.

A continuación, el Presidente señor De Gregorio señala que la presentación de la parte internacional la efectuará el economista senior don Felipe Jaque, quien en esta ocasión reemplazará al Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann.

El señor Felipe Jaque indica que su presentación comenzará con un análisis del escenario financiero internacional de la última semana. Menciona que se ha producido un incremento en el nerviosismo en los mercados, impulsado por la quiebra del banco de inversión Lehman Bros. Agrega que se puede observar el aumento de las primas de *Credit Default Swaps* (CDS) para la mayoría de las instituciones financieras en Europa, Estados Unidos de América y Reino Unido, comparado con la última Reunión de Política Monetaria. Dichas primas se mantienen relativamente altas hasta el día de hoy. Agrega el señor Jaque que el panorama de liquidez se observa también a plazos mayores en las economías desarrolladas. Comenta que existe una mayor percepción de riesgo, la que aumenta a niveles no observados durante el desarrollo de esta crisis. Al respecto, agrega que los riesgos se elevan a niveles no observados durante el desarrollo de la crisis *subprime*. Indica que al observar el período que va desde julio - agosto del año pasado a la fecha, se aprecia que estos niveles de riesgo se vieron para mercados desarrollados en la crisis de fines de los años 80, pero que no se habían vuelto a observar en los últimos eventos. Menciona que durante las últimas semanas, se suman al plan de rescate propuesto por Estados Unidos de América, los principales bancos ingleses y que además hay garantías de depósitos en medio de la crisis de confianza en el sistema financiero europeo. Señala que lo que se observa es que una vez que suben los premios de CDS para la banca en Europa, algo se devuelven con el anuncio del plan de rescate, apreciándose una caída bastante pronunciada de los títulos accionarios de esos bancos. Indica que no hay una recuperación en el margen, pero ésta sí se observa para los premios de cobertura de riesgo. Comenta el expositor que se aprecia un descenso generalizado en los precios de activos emergentes, es decir, aumentos de primas.

Respecto de las garantías de los depósitos, el Consejero señor Sebastián Claro consulta si hay evidencia de flujo significativo de dineros hacia los bancos de países donde se otorgaron las garantías o si ello está siendo restringido por las nuevas garantías. El señor Jaque responde que se especuló con que se podría haber producido un flujo hacia Irlanda, que había otorgado una garantía ilimitada, versus España y otros países que tenían algún límite a los depósitos. Sin embargo, señaló que no se alcanzó a chequear si es que hubo algún flujo efectivo hacia esos otros mercados. Agrega el señor Jaque que las nuevas garantías en Irlanda y Alemania se refieren a todos los depósitos, tanto a la vista como a plazo.

El Consejero señor Enrique Marshall menciona que probablemente las diferencias que se observan entre bancos, se deban a que les ha ido mejor a los que tienen una fuerte base de depósitos, lo que sería interesante conocer por su implicancia política. Agrega que los que corresponden a un tipo de banca tradicional han salido mejor posicionados que los que han sido más innovadores en líneas generales y menciona como ejemplo, al Banco Lloyd's inglés que tiene una gran base de depósitos. El señor Felipe Jaque comenta que parte del rescate se impulsó, en cierta medida, por el problema que experimentó The Royal Bank of Scotland en los días previos, ya que presentaba demasiada exposición a esos activos más innovadores. El Consejero señor Enrique Marshall agrega que The Royal Bank of Scotland no solo tenía mucha exposición de activos nuevos, sino que una gran dependencia del mercado. Señala que los bancos que se financian, fondean vía depósitos de clientes, los hace estar mucho más estables y que por el contrario, los que se fondean en el mercado monetario, con emisiones de bonos, papeles comerciales, y otros, son los que están más afectados.

Respecto de los activos de economías emergentes y de mayor riesgo en los mercados desarrollados, el señor Felipe Jaque informa que lo que se observa son aumentos de

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

primas sustanciales en *high yielders* y que también se aprecian aumentos de primas en los *spreads* soberanos en economías emergentes. Por otra parte, señala que se perciben caídas dramáticas en los índices agregados de economías desarrolladas y en economías emergentes. Agrega que lo anterior está dolarizado, por lo que parte de ello también se ve afectado por la apreciación del dólar frente a todas esas monedas.

Por el lado de las acciones de política que se han visto en las últimas semanas, menciona el señor Jaque que se aprecia un aumento de provisión de liquidez por parte de la Reserva Federal para el mercado local y a otros bancos, a través de las líneas *swap*. Asimismo, señala que las líneas de financiamiento que está ofreciendo la Reserva Federal totalizan cerca de 600 billones de dólares y menciona que esa Institución comunicó que podría incrementar hasta el doble esa suma a través de las líneas TAF anunciadas a principios de esta semana. El expositor señala que la gráfica que se exhibe muestra las líneas *swap* que se han utilizado hasta el momento, pero comenta que no constituyen el total de líneas *swaps* que superaron los 300 billones que ofreció la Reserva Federal a los otros bancos centrales. Comenta por ejemplo, que Canadá no ha ocupado esa línea *swap* en este episodio, pero que en cambio sí hay bastante uso de ella por parte del Banco Central Europeo.

El Consejero señor Enrique Marshall menciona que esas líneas *swap* son entre los bancos centrales y consulta de qué forma estas instituciones inyectan posteriormente liquidez en sus respectivos mercados. El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que la experiencia, por lo menos hasta hace diez días atrás con el último anuncio que se efectuó, fue que se trataba efectivamente de contratos *swaps* en el mercado local, con licitaciones y con *spreads* sobre la OIS que eran relativamente bajos, del orden de 50 puntos sobre la OIS. Sobre el particular, el Presidente señor José De Gregorio agrega que la forma de efectuar estas operaciones es similar a lo que hace el Banco Central de Chile, es decir, "swapean" con moneda doméstica a plazos de 28 días.

El señor Felipe Jaque indica que en las acciones de política se aprecia el recorte aprobado en el día de ayer de las tasas de política en Estados Unidos de América, Zona Euro y algunos otros países de Europa, y que lo que se tiene en el fondo es que el mercado de todas formas sigue descontando recortes adicionales en Estados Unidos de América y Zona Euro. Agrega que los contratos futuros de FEDFUND y LIBOR combinados, muestran que las expectativas van hacia abajo, a 1% en Estados Unidos de América y se acercan al 3% para la Zona Euro. Menciona que otros bancos también recortan tasas de referencia, en particular en economías desarrolladas. Agrega además que otros bancos como Nueva Zelanda y Australia habían efectuado recortes en los últimos días, fuera del plan coordinado que se había observado el día anterior. Indica que Brasil e Indonesia aumentaron su Tasa de Política a principios de mes y que todos los otros recortes corresponden a la última semana.

Respecto a los flujos de activos en economías emergentes, señala el señor Jaque que en la gráfica se presentan los flujos que van a fondos de inversión en acciones y bonos, correspondiendo a una cifra acumulada. Explica también que se realizó un *rolling* de doce meses para cada una de las regiones y que se observa un ajuste bastante marcado para Asia, América Latina que entra en la zona negativa; y, en global los fondos que invierten en todas las regiones a la vez, se diversifican.

El Consejero señor Enrique Marshall comenta que se ha discutido respecto a si estas bajas de tasa son o no efectivas y menciona que observadas desde el punto de vista de los clientes, lo más probable es que tengan poco efecto porque los riesgos o los *spreads* son muy altos y que, por lo tanto, las tasas frente a los clientes van a seguir siendo altas. Agrega el señor Consejero que donde sí hay un efecto que no es menor es sobre los bancos, ya que mientras más empinada esté la curva para ellos, más rápido se fortalecen, salen adelante y se recapitalizan, por lo que se trata de una medida que fundamentalmente beneficia a los bancos más que a los clientes.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 129
Política Monetaria
09.10.2008

4.

Indica el señor Felipe Jaque que si se revisan las primas por cobertura de riesgo para economías emergentes, se observa que hay un aumento significativo en las últimas semanas. Agrega que parte de las economías que han tenido mayores problemas de liquidez como Brasil, Corea y Rusia, muestran aumentos significativos de los CDS *spread* en la última semana.

El señor Felipe Jaque también presenta una comparación para las primas por riesgo corporativo en América Latina. En ella se aprecia que para Argentina, Brasil, Colombia y México hay aumentos significativos en el margen. Menciona que Chile se mantiene relativamente detrás de estos aumentos, pero que los hay de todas formas. Agrega el señor Jaque que la gráfica mencionada muestra que si se hace un foco sobre cómo se ha comportado el premio por riesgo en Chile, lo que se reporta diariamente es el premio soberano que tiene incluidos bonos de Codelco, y que si se excluye ese efecto de los bonos de Codelco, el *spread* soberano está relativamente plano en la última semana, y lo que estaría explicando este aumento de las primas por riesgo para bonos chilenos es una descomposición hacia bonos corporativos.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si lo que se señala es que los premios por riesgo se están trasladando a bonos soberanos puros y que estaría aumentando el *spread* entre bonos soberanos puros y los bonos corporativos. El Gerente de División Estudios señor Pablo García aclara que se trata solamente del caso de Chile.

El señor Felipe Jaque señala que en la gráfica que se muestra también se efectúa un desglose para hacer un foco en la historia. Indica en este sentido, que se exhibe una estimación bastante gruesa de los premios corporativos que se estaban pagando en la crisis asiática y posteriormente, al final de la secuencia de crisis en América Latina, que era sobre 400 puntos base. Menciona que lo que se está apreciando hoy día, son premios corporativos en torno a 250 puntos base, cifra que es bastante importante respecto a lo que se tenía hace un año, pero que no alcanza a los niveles que se observaron en las crisis de los últimos 10 años. Comenta que si se revisa en un desagregado, Codelco, Celulosa Arauco, bancos y Endesa, se aprecia que todos están aumentando y que en particular, existe algo de mayor premio para los bancos que están transando. Agrega que algunas de las primas que más han aumentado corresponden al Banco de Chile, Banco Santander y Celulosa Arauco.

Por el lado de las monedas, el señor Jaque indica que el dólar se aprecia frente a las principales monedas, con la excepción del yen. Agrega que todo indica que como el sistema financiero japonés está dentro de los sistemas desarrollados más sólidos, lo ha llevado a presentar esta ganancia del valor de su moneda. Señala que todas las otras monedas, incluyendo la libra esterlina, que se había depreciado bastante hasta antes de la Reunión de Política Monetaria pasada, y que después había hecho un *payback* dentro de los primeros días de septiembre, vuelve a depreciarse en las últimas dos semanas y que lo mismo también se presenta para las economías emergentes. Indica que si se hace un *zoom* sobre las economías emergentes, se observa que no hay regiones que se estén salvando de esa depreciación en las últimas dos semanas, y que sí se aprecia el efecto bastante marcado de Brasil, y que en Europa están Rusia y Corea empujando la depreciación en Asia. El Gerente de División Estudios señor Pablo García añade que otra razón para que se produzca la apreciación del yen es el *carry trade* que, si es que algo quedaba, probablemente desapareció en las últimas semanas.

Refiriéndose a los mercados de *commodities*, el expositor menciona que hay una fuerte y generalizada reducción. Señala que se observan caídas bastante significativas en las últimas semanas en los índices para energía, granos, cereales y metales. Comenta que si se analiza por producto, la gasolina también revierte en forma apreciable, respecto a lo que se conocía hace un mes atrás. Agrega que, asimismo, se aprecia una caída bastante brusca del trigo en los mercados internacionales y señala que otros productos agrícolas también están cayendo en el margen. Comenta que al hacer un foco sobre el petróleo y la gasolina, se muestra una proyección alternativa que considera los datos más *spot* y que es lo último que se

4



está transando en futuros en el mercado, junto con una convergencia bastante más rápida a valores considerados de largo plazo hasta a la fecha, en torno a 80 dólares, convergiendo a principios del 2009 o fines de este año. Menciona el señor Jaque que si se observa el mercado de la gasolina, se aprecia un ajuste bastante marcado de las curvas de futuro y también que la proyección alternativa considera mucho más los datos de los últimos días versus el promedio de los últimos 10 días, que es lo habitual que se considera para cada una de las Reuniones de Política Monetaria. Respecto del precio de la gasolina, señala el señor Jaque que se ajusta a la baja y que la proyección converge más rápidamente a valores considerados de largo plazo, con la información a esta fecha. Menciona que la proyección de la Reunión de Política Monetaria del mes septiembre indica que hay un ajuste bastante marcado respecto de la proyección de esta Reunión, que consiste en converger más rápidamente hacia los dos dólares y que lo que se tiene en el fondo es el mercado de futuros que también da alguna señal que el mercado aún no incorpora mayores descensos en las expectativas. El señor Jaque comenta que las noticias que muestra Estados Unidos de América para el tercer trimestre son bastante negativas aún. Indica que se va a observar una corrección de las perspectivas de crecimiento para el 2009, pero que para el 2008 no se produce un gran efecto. Indica que en la Zona Euro, si bien hay datos mixtos, se aprecia que en las encuestas de confianza las principales economías se mantienen en niveles bajos. Menciona que se consideran optimistas los pivotes de 50, por ejemplo en los PMI para la Zona Euro completa, lo que lleva a configurar el siguiente escenario. Primero, que el escenario base que se tenía en septiembre es de un crecimiento mundial del 4% y para los socios comerciales de un 3,5%. En el WEO hay una corrección en las principales economías para el 2009, que lleva el crecimiento a 3% para el mundo y los socios comerciales se ajustan también medio punto, respecto a lo que se tenía en septiembre. Lo que se muestra en los gráficos respectivos es el escenario alternativo actualizado que se había presentado en el IPOM. Ello significa considerar primero ponderadores nuevos para las economías, que fue lo que publicó el WEO de octubre de 2008, y un ajuste marcado el año 2009 donde se aprecia una recesión para Estados Unidos de América que dura más de lo que se anticipaba en el escenario base. Sobre las economías emergentes, señala que también se tienen efectos. En América Latina los exportadores de productos básicos se ajustan fuertemente respecto de lo que se tenía en el escenario base de septiembre.

El Presidente señor José De Gregorio menciona que los países del mundo siempre han sido afectados cuando ha habido recesión en Estados Unidos de América. Comenta que en estas situaciones el mundo promedia 2%, que es el número que recuerda y cuando todo está bien está en 3%. Señala que decir que China se proyecta al 9% u 8,5% puede ser un poco optimista.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García menciona que el escenario alternativo tiene como base lo que se discutió en el *IPoM*, que era un escenario pesimista de crecimiento mundial, pero que ese mal escenario se actualizó con lo que se observó del WEO y en algunos bancos de inversión, pero que sigue siendo cualitativamente similar a lo que se conocía como escenario negativo en el *IPoM*.

El señor Felipe Jaque indica que es importante considerar que para las economías emergentes se está tomando en cuenta una "elasticidad" del efecto de menor crecimiento en economías desarrolladas, mayor de lo que se ha observado en los últimos quince años. Comenta que al respecto se hizo una estimación en que el impacto es un punto menos de crecimiento en las economías desarrolladas y menos de un punto negativo en economías emergentes, considerando la caída de precios de los *commodities* que es bastante abrupta, en lo más reciente. Agrega el expositor que para Estados Unidos de América, la Zona Euro y Japón lo que se ha hecho en esta presentación es perfilar lo que sería un escenario de recesión, considerando las velocidades del PIB para la segunda mitad del 2008 y para la primera mitad del 2009. Finalmente, indica el señor Jaque que todo lo anterior configura un precio del petróleo, convergiendo bastante rápido hacia los 80 dólares y un precio del cobre también convergiendo.

h



Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 129.

El Presidente señor José De Gregorio fija la Reunión de Política Monetaria del mes de abril de 2009, para el día jueves 9. Posteriormente, ofrece la palabra al Gerente de División Estudios señor Pablo García para que presente las Opciones de Política Monetaria para esta Reunión.

El Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 8,25% anual, dado el deterioro que había experimentado el panorama inflacionario y para asegurar la convergencia de la inflación hacia el 3%. Asimismo, indica que se reafirmó el compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3% en el horizonte de política, señalando que ello resultaba esencial para alinear la dinámica inflacionaria con el objetivo de estabilidad de precios. Indica el Gerente de División Estudios señor García que en el escenario más probable, la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria contemplaba ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, a un ritmo que dependería de la nueva información que se acumulara y de sus implicancias sobre la inflación proyectada.

Agrega el Gerente de División Estudios, que desde dicha Reunión, las principales noticias que se han acumulado son las siguientes. En primer término, que en el ámbito internacional, los mercados financieros se encuentran en extremo tensionados, a causa de la desconfianza que ha emergido en los mercados interbancarios de Estados Unidos de América y Europa, y que se ha reflejado en primas por riesgo que alcanzan niveles inéditos. Ello ha agudizado los problemas de liquidez y conducido a caídas abruptas en bolsas y precios de *commodities*. Indica que bajo este contexto, el dólar se ha apreciado, especialmente frente a monedas de economías emergentes, cuyas cotizaciones exhiben caídas significativas.

En segundo lugar, menciona que los bancos centrales y gobiernos de países desarrollados han adoptado diversas medidas tendientes a normalizar la liquidez y enfrentar los problemas de insolvencia bancaria. Señala el señor García que en lo más reciente, anticipando una fuerte desaceleración de la actividad y buscando restablecer la confianza de los mercados, los bancos centrales de Estados Unidos de América, Zona Euro, Inglaterra, Canadá, Suiza y Suecia recortaron sus tasas de política monetaria en 50 puntos base.

Indica también el señor García que en este escenario, el mercado anticipa que el crecimiento mundial para 2009 se ajustaría a la baja, así como las proyecciones de precios de los *commodities*.

Hace mención el Gerente de División Estudios que los mercados financieros locales no han estado ajenos a las tensiones internacionales, observándose reacciones importantes en las variables financieras. Destaca también, la magnitud de la depreciación del tipo de cambio en pesos, respecto del dólar desde el cierre estadístico del *IPoM* (cerca de 17%, equivalente a un aumento de casi \$100). Asimismo, señala que la liquidez en dólares y en pesos también se ha visto afectada en los mercados internos, con aumentos en los *spread on-shore* y en las tasas del sistema financiero.

Asimismo, indica el Gerente de División Estudios señor García que las cifras internas de actividad y demanda tuvieron un débil desempeño en agosto. Agrega que no obstante, la aún escasa información y la volatilidad de las cifras mes a mes no permiten modificaciones sustanciales al panorama de actividad de corto plazo considerado en el *IPoM*. Las expectativas privadas (EEE) redujeron el crecimiento esperado tanto para el 2008 como para el 2009, ubicándolo en 4,1% y 3,5%, respectivamente (4,3% y 4,2% el mes pasado).

Lp



Indica también el señor García que en septiembre, la inflación mes a mes volvió a mostrar un incremento importante, aunque en línea con lo previsto en el escenario base del *IPoM* de septiembre. Señala que a diferencia de meses previos, una parte importante de la mayor inflación del mes se concentró en los precios de los combustibles y tarifas. Los salarios crecieron mes a mes bastante menos que en el mes previo.

Destaca que las compensaciones inflacionarias, aunque con una alta volatilidad en el mes, se ubican en niveles significativamente menores a los vigentes para la reunión anterior.

Hace mención que el escenario de inflación de corto plazo, por la depreciación del peso, es cerca de medio punto porcentual mayor que el considerado en el *IPoM* para el IPC. Agrega el señor García, que las expectativas privadas (EEE) se corrigen al alza en el corto plazo, pero medio punto a la baja a 24 meses. Señala que las compensaciones inflacionarias se han reducido de manera significativa.

Asimismo, indica el Gerente de División Estudios señor García que las principales consideraciones tras las opciones de política en esta ocasión son tres: (i) la elevada probabilidad de materialización de un escenario alternativo de mediano plazo con menor crecimiento global, menores precios de *commodities* y un peso más depreciado; (ii) el grado de restrictividad actual y esperable de las condiciones financieras luego de los episodios de turbulencia internacional y local; y, (iii) el diagnóstico respecto de la propagación y persistencia inflacionaria y del ritmo de expansión de la actividad en el corto plazo.

Indica el señor García que en relación al primer punto, en las discusiones del *IPoM* se plantearon diversos escenarios alternativos. Menciona que uno de ellos coincidía de forma cercana con las perspectivas de crecimiento mundial y de precios de *commodities* que se han comenzado a visualizar con mayor probabilidad hacia delante. Señala, que a ese escenario se ha agregado una depreciación del peso coherente con los sucesos recientes. Indica también que aunque el escenario alternativo del *IPoM* contenía ya de por sí una depreciación del peso, su depreciación bilateral de éste con relación al dólar desde la última Reunión de Política Monetaria ha sido significativamente mayor que la considerada. Comenta el señor García que en el corto plazo, un tipo de cambio en torno a \$590 aumentaría la inflación en medio punto, incrementando el riesgo que la inflación anual alcance 10% en uno o varios meses del próximo semestre, incluso en el contexto de desinflación gradual de la tendencia subyacente considerada en el *IPoM*.

Señala el Gerente de División Estudios que hacia el mediano plazo, en este escenario alternativo, las tendencias desinflacionarias se verían reforzadas por el deteriorado escenario internacional. Agrega que de acuerdo con las proyecciones presentadas para el escenario alternativo, estos argumentos por sí solos justifican en el corto plazo una trayectoria para la Tasa de Política Monetaria algo por debajo (del orden de 25pb) de la contenida en el *IPoM*, pero bastante inferior a plazos más largos (incluso 100 o más puntos base hacia fines de 2009). Señala que esto es congruente con tasas de crecimiento local del orden de 2,0% para fines de 2009 y una trayectoria inflacionaria que, en promedio, es mayor el 2009, pero converge rápidamente a 3% el 2010, con la posibilidad de ubicarse por debajo de 3% al final del horizonte de proyección.

Señala el Gerente de División Estudios que con respecto al segundo punto, se deben considerar diversos aspectos. Por el lado del financiamiento externo, se aprecia un mayor costo y restrictividad para el endeudamiento bancario y, probablemente, no bancario. Indica que la estrechez de liquidez en dólares ha aumentado el costo del financiamiento local en dólares, mientras también han subido las tasas de captación y colocación en pesos y en UF. Comenta que en cierta forma, un ajuste hacia un sesgo más restrictivo de las condiciones financieras era esperable, dado que, hasta hace algunas semanas, el aumento

h



BANCO CENTRAL DE CHILE

de 200 puntos base en la Tasa de Política Monetaria no había generado cambios importantes en las tasas activas de la banca o cambios evidentes en el ritmo de expansión de los agregados monetarios. Indica también el señor García, que resulta relevante por tanto evaluar en qué medida las condiciones financieras actuales y su evolución previsible a futuro exceden, de manera relevante, lo que cabía esperar dado el ajuste de política monetaria ya implementado. Agrega que los antecedentes internos discutidos sugieren que las tasas de colocación en pesos han subido bastante más de lo que se hubiera esperado, mientras las en UF se encuentran alineadas con patrones históricos. Señala que de este modo, en su conjunto no se puede descartar que la restrictividad de las condiciones financieras esté siendo mayor que la considerada al elaborar el *IPoM*, dada la instancia monetaria.

Hace presente el señor García que finalmente, respecto de la evolución de corto plazo de la economía, las cifras recientes de actividad e inflación no modifican por sí mismo de manera significativa el panorama para el cuarto trimestre. Menciona que esto incluye una moderación en el ritmo de expansión de la actividad distinta de recursos naturales y también una leve reducción de las medidas de inflación subyacente, aspectos que se observan en la información coyuntural.

Por otra parte, indica que los puntos anteriores llevan a evaluar si es o no conveniente un cambio en la estrategia de política monetaria, principalmente por la significativa diferencia entre las trayectorias de la Tasa de Política Monetaria implícitas en los distintos escenarios de mediano plazo.

Menciona el Gerente de División Estudios, que en lo concreto, una decisión de mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual y no realizar ajustes adicionales en los próximos meses es congruente con un cambio bastante intenso (de al menos 100pb de menor Tasa de Política Monetaria en el corto plazo) de la estrategia de política monetaria seguida hasta el momento para el corto plazo. Señala asimismo, que en el otro extremo, un alza de 50 puntos base, al ser equivalente a los cambios de la Tasa de Política Monetaria realizados con anterioridad, podría sugerir que la estrategia de política monetaria sigue inalterada, requiriendo de un esfuerzo comunicacional dificultoso por lo que es de fácil descarte. Agrega que en este sentido, un alza de 25 puntos base, o la mantención de la Tasa de Política Monetaria con perspectivas de aumento futuro si la inflación no cede según lo previsto, permiten dar la señal tanto que se ha realizado un cambio de estrategia de política monetaria como que aún el problema inflacionario no ha sido resuelto.

Por lo anterior, señala el señor Gerente de División Estudios que existen otros aspectos comunicacionales y tácticos que son particularmente relevantes y difíciles de evaluar con precisión en la coyuntura. Agrega que por un lado, la reducción coordinada de tasas de política realizada ayer por parte de diversos bancos centrales frente a la severa inestabilidad financiera que enfrentan, contrastan con un entorno financieramente mucho más estable en Chile. Señala también, que un cambio fuerte en la estrategia de política monetaria puede indicar que el Banco Central de Chile está más preocupado de lo que ha señalado respecto a la situación financiera local. Estima el señor García que, a su vez, mantener la Tasa de Política Monetaria a la espera de mayor información tanto respecto de la restrictividad de las condiciones financieras locales e internacionales como del desenvolvimiento de la economía mundial hacia el 2009 tiene valor. Por otro lado, agrega que un cambio fuerte de la estrategia puede leerse como una menor preocupación por la inflación, aún cuando las expectativas y perspectivas coyunturales son aún complejas, pero le parece que realizar un cambio en la estrategia de política monetaria es clave para dar cuenta de la conciencia que se tiene respecto de la gravedad de la situación internacional.

Finalmente, hace presente el señor Gerente de División Estudios que en esta ocasión, el balance entre ambas opciones, un aumento de 25 puntos base o una mantención, depende de cómo se ponderen los antecedentes comunicacionales anteriores. Señala también, que el mercado, antes de los eventos del día de ayer, estaba ligeramente inclinado

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 129
Política Monetaria
09.10.2008

9.

a un aumento de 25 puntos base, mientras que posteriormente el balance se ha desplazado hacia opiniones más sesgadas hacia una mantención.

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

El Consejero señor Manuel Marfán sobre el mismo tema, comenta que el hecho que se haya depreciado el peso y se efectúen estos ejercicios no significa que todas las monedas se hubieran depreciado respecto del dólar. Asimismo, consulta cómo se pueden separar los efectos nominales de los reales. El Gerente señor García señala que la clave está en que el ancla para la proyección de mediano plazo es el tipo de cambio real que se está observando en los últimos días, y que incluye las paridades y la inflación externa en dólares que se deducen de ello.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala que no tiene dudas que en esta ocasión, la opción sea mantener la Tasa de Política Monetaria en 8,25 puntos base. Manifiesta que las razones para sostener este argumento son fundamentalmente dos. La primera se refiere a lo que ha sucedido con el mercado monetario en que se han elevado significativamente los *spreads* con respecto a la Tasa de Política Monetaria esperada. Si usualmente ese *spread* está en alrededor de 50 puntos base, hoy está en 300 puntos base, es decir, indica que existe un incremento de 250 puntos base. Agrega el Gerente de División Operaciones Financieras que si bien esto puede ser transitorio, también existe la percepción de que esta situación podría durar varias semanas, con altas tasas.

Por otra parte, señala el señor De Ramón que la segunda razón que plantea, y en esto coincide con algunos comentarios que se manifestaron en la Reunión de la mañana, en cuanto a que puede que exista un ajuste de expectativas que lleve a una caída abrupta en la demanda lo que ayudaría a reducir la inflación, tal vez no en los próximos meses, pero sí en los próximos trimestres.

Asimismo, comenta el señor Gerente de División Operaciones Financieras, que explicar una subida de tasas de interés en un contexto en que todos los bancos centrales están bajándolas, constituye un fundamento comunicacional difícil de abordar. Agrega que la opción de mantener la tasa también tiene un riesgo, ya que esta decisión puede ser interpretada por el mercado como un compromiso débil por parte del Banco Central de Chile hacia la inflación. Asimismo, el señor De Ramón señala que esta situación podría ser subsanada, incluyendo en el Comunicado un comentario que exprese que esta situación corresponde a una estrategia de carácter táctico atendido el escenario actual.

En consideración a lo anterior, el Gerente de División Operaciones Financieras estima que resulta importante que el Consejo esté en conocimiento de los últimos acontecimientos, ya que éstos han tenido cambios significativos en las últimas horas. Señala que por ejemplo, el tipo de cambio se volvió a elevar hoy en la tarde y se está transando a niveles de \$ 620.- y agrega que las puntas estaban en \$ 623; el cobre, en tanto, a las 15.55 hrs. se estaba transando en el mercado de Nueva York en US\$ 2,32; el petróleo estaba alrededor de US\$ 85.-; el Dow Jones y Nasdaq iniciaron sus cotizaciones en alza. Fue un día tranquilo en la mañana, pero ya se encontraba cayendo en -6,5%, igual que el Bovespa en un 4%; el peso mexicano que comenzó apreciándose en 5% ya estaba prácticamente en 13%; con respecto al Dow Jones que estaba cayendo en un 6,5%, bajando de los 9.000 puntos situación que no ocurría desde el año 2003. En opinión del Gerente de División Operaciones Financieras señor De Ramón, lo que está ocurriendo es preocupante dado que lo anterior se explica por la caída abrupta del consumo en Estados Unidos de América, más el aumento del costo del crédito que afectará básicamente a industrias, como por ejemplo la de los automóviles; las aseguradoras e incluso a las energéticas, probablemente debido a la caída del petróleo.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 129
Política Monetaria
09.10.2008

10.

Por último, el Gerente de División Operaciones Financieras comenta que las mayores pérdidas que se han producido están lideradas por General Motors, Ford y Epson. Por tanto, y dado lo anterior, al señor De Ramón le parece que se está frente a un escenario preocupante y que este sesgo refuerza el riesgo de una fuerte desaceleración.

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

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que desde la última Reunión de Política Monetaria se ha presentado un escenario financiero internacional radicalmente diferente. Menciona el señor Cowan, que sin lugar a dudas se está frente a una de las más severas crisis financieras internacionales de los últimos 20 años. Agrega que es suficiente con hacer un recuento de las compras y rescates bancarios, así como de las diversas decisiones de política monetaria y financieras que han adoptado los principales bancos centrales del mundo en el último mes. Indica el señor Cowan que ante la situación actual resulta fácil perderse en medio de tantas noticias, ya que puede perderse la sensibilidad por aquellas medidas que resultan radicales como el anuncio del financiamiento directo de la FED al sector real. Por las razones expuestas, estima el señor Cowan que para la economía chilena esto se traduce en dos *shocks* claramente contractivos. Por un lado, un deterioro esperado en la demanda externa por nuestros productos de exportación en el horizonte de política, y por otro, un deterioro significativo de las condiciones de financiamiento externo de la economía chilena. Agrega que ambos por sí solos deprimen significativamente nuestra demanda agregada.

Señala también que si se suman a lo anterior los eventos financieros internos de las últimas dos semanas, se concluye que se ha vivido un proceso de acumulación de liquidez importante por parte de la banca chilena. La combinación de esta acumulación de liquidez, aún si es transitoria, con el mayor costo de fondeo externo, no puede sino traducirse en una contracción de la oferta del crédito bancario. Por lo tanto, estima que las condiciones financieras resultan considerablemente más restrictivas, en la actualidad, que lo sugerido por la Tasa de Política Monetaria esperada.

Por las razones expuestas, el Gerente de División Política Financiera sugiere al Consejo que se mantenga la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual y que se elimine todo sesgo hacia delante. Señala también que a los argumentos de políticas inflacionarias expuestos, quisiera además agregar dos comentarios relacionados con el normal funcionamiento de otros mercados financieros. El primero de ellos, tal como se mencionó en la Reunión de la mañana, se refiere a los altos costos de un período de inestabilidad financiera que no se traduzca en una decisión de política monetaria que dificulte el ajuste a condiciones financieras extremas. En segundo lugar, señala que en un mundo de equilibrios mutuos, similar al que parece nos movemos en estas dos últimas semanas, es crucial dar tranquilidad a los mercados financieros. Agrega, que una autoridad monetaria preocupada del análisis de los problemas que se suscitan es crucial para la tranquilidad de los mercados. Por tanto, un alza en la tasa sería interpretada por el mercado como una señal que el Banco Central de Chile no ha comprendido la gravedad de lo que está ocurriendo con el sistema financiero y la economía internacional.

El Presidente señor José De Gregorio agradece al Gerente de División Política Financiera sus comentarios y a continuación ofrece la palabra al señor Ministro de Hacienda.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco manifiesta que en primer lugar quiere felicitar al Consejo por la decisión tomada esta mañana, la que le parece muy oportuna y relevante, ya que la gravedad de la situación internacional amerita este tipo de acciones ágiles y

4



que ayuden a la liquidez. Por otra parte, estima que en cuanto a la decisión que se adoptará en esta Reunión será bastante escueto en sus comentarios, ya que en el intercambio de opiniones que se produjo en la Reunión de la mañana, se esbozaron varias de sus preocupaciones y argumentos que considera relevantes. Agrega el señor Ministro de Hacienda, que en su exposición partirá por el final, esto es, por la conclusión de su comentario. Señala el Ministro, que la única opción que se atrevería a recomendar en las actuales circunstancias, es la de mantener la tasa, y por lo tanto, estima que deben dejarse abiertas todas las opciones hacia delante, esto es, una decisión sin sesgo alguno lo que se fundamenta por consideraciones de índole financiera y económicas.

El señor Ministro de Hacienda agrega que en cuanto a lo primero, le parece que los datos entregados en la Reunión de esta tarde, revelan la extrema dificultad de predecir lo que ocurrirá con los mercados y los altos costos potenciales de incurrir en una equivocación en esta materia. Señala que lo que se ha observado, no solamente se refiere a países en que se podía predecir cierto grado de fragilidad, sino que también en países en que se estimaba que eran totalmente invulnerables.

En virtud de lo anterior, al Ministro señor Andrés Velasco le parece que lo peor que podría ocurrir en Chile es que una decisión de política monetaria justa o injusta pudiese ser asociada ex - post con un cambio brusco en los precios de los activos, que después requiriese un cambio en la instancia de política monetaria. Agrega que concretamente se refiere a lo que sucedió en Indonesia, y que no está al tanto de que si ese lapsus de la bolsa indonesica estuvo o no vinculado con el alza de tasas de interés que hizo su Banco Central. Por lo tanto, menciona que probablemente no haya relación causal alguna, pero los hechos objetivos es que así se interpretó y que el impacto para la credibilidad del Banco Central de Indonesia fue absolutamente devastador.

En cuanto a las consideraciones inflacionarias macroeconómicas, el señor Ministro comenta que en la Reunión de la mañana entregó tres argumentos por los cuales, a su juicio, la mantención de la tasa de interés es plenamente compatible con ejecutar de nuevo el riguroso mandato del Banco Central de mantener la inflación bajo control y llevarla bajo el rango meta en el plazo que se ha fijado. Menciona el señor Ministro que estas consideraciones son las siguientes: en primer lugar de carácter externa, de demanda y de financiamiento; en segundo lugar la construcción que endógenamente ha ocurrido y va a seguir ocurriendo en Chile por el aumento del riesgo y por lo tanto, la subida brusca en las tasas de interés. Al respecto, menciona el señor Ministro que no se sabe si éstas van a ser transitorias o no y por cuánto tiempo van a persistir. Señala el señor Ministro que no conoce ningún argumento científico que se pudiera dar a conocer, pero que son asuntos de expectativas y que son difíciles de predecir. Por todo lo anterior, el señor Ministro de Hacienda menciona que existe la probabilidad que este ajuste endógeno de las tasas de interés y de los *spreads* sea duradero. En tercer lugar, se refiere a que las expectativas de inflación están cayendo en el plazo relevante por las dos razones antes señaladas. Y en cuarto lugar, se trata de un tema que no mencionó en la mañana, porque a su juicio cree que es importante constatar que los movimientos en el tipo de cambio en respuesta a *shocks* externos bajo un régimen de metas de inflación, es precisa y corresponde exactamente a lo que se esperaba que estuviera ocurriendo. Ello corresponde a lo que los libros sugerirían cuando se produce un *shock* externo adverso en que el tipo de cambio se va a depreciar fuertemente, lo que es compatible con el régimen de metas de inflación por las consideraciones siguientes. En primer término, porque si existe credibilidad, el *pass through* es demasiado alto y en segundo lugar, porque la meta de inflación no es a treinta días, sino que a veinticuatro meses.

Comenta que en conclusión, cuando se analizó qué tan bueno o malo era tener una política monetaria con metas de inflación, la crítica que se efectuó consistió en que si era compatible tener dichas metas con un tipo de cambio flexible y permitir que éste fluctuara y la respuesta fue que podían coexistir las dos cosas al mismo tiempo. Al revés, existiendo compatibilidad, pueden existir mecanismos de ajustes que implican cambios importantes en el



BANCO CENTRAL DE CHILE

tipo de cambio nominal y real sin que se ponga en peligro a mediano plazo la meta autoimpuesta por la autoridad monetaria.

Asimismo, estima que el Banco Central de Chile sí tiene la credibilidad necesaria y debe usarla y, además, el hecho que las tasas de inflación esperadas estén bajando, refuerza el argumento.

Finalmente, el señor Ministro de Hacienda expresa que en cuanto al tema de los sesgos y de la comunicación, le preocupan las conclusiones que pudiesen producirse de una mantención de un sesgo, en razón que ante el grado de incertidumbre que existe y las fluctuaciones sin precedente que se han apreciado en los activos, no puede descartarse a priori ninguna acción de política monetaria en los próximos 30 a 90 días. Por lo tanto, en su opinión, predeterminar un camino que posteriormente tuviera que deshacerse significaría costos importantes para la credibilidad del Banco. Asimismo, le parece necesario indicar que si la tasa de inflación en el futuro tiene un desarrollo que no es el deseado, la política monetaria actuará de modo acorde, porque corresponde a la esencia del Banco dado el comportamiento que ha tenido durante un período prolongado. Por consiguiente, su recomendación es la de mantener la tasa, cambiando el sesgo hacia la neutralidad.

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

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que la decisión de hoy es altamente compleja. Señala que está demás enumerar las dificultades por las cuales atraviesa la economía mundial y la alta volatilidad de los mercados, pero evidentemente representan la noticia más importante desde el último *IPoM*. Indica que la decisión de hoy debe, como siempre, estar centrada en establecer un nivel y trayectoria de tasas que sea consistente con la disminución de la inflación a su meta y a su vez, contribuir a entregar señales tranquilizadoras al mercado financiero doméstico, que permita relajar las restricciones de crédito y liquidez que se observan en algunos segmentos del mercado.

Manifiesta el señor Consejero que en términos de inflación, el panorama se ha complicado de manera importante en el corto plazo, especialmente debido a la abrupta y significativa depreciación del peso. Las proyecciones de corto plazo son mayores a las estimadas en el *IPoM*, y se espera que la inflación anual continúe por sobre el 9% por los próximos dos trimestres. Asimismo, señala que es probable que a mediano plazo se generen menores presiones inflacionarias debido a menor demanda y menor actividad que serán el resultado de un menor impulso externo y mayores restricciones crediticias. Indica el Consejero señor Claro que en las actuales turbulencias, resulta muy difícil cuantificar este impacto, pero no es aventurado decir que se está en presencia de un escenario donde la desaceleración de la demanda mundial será mayor a la pronosticada en el escenario central, y que el acceso al financiamiento externo también será más restringido. En estas circunstancias, señala el señor Consejero que es razonable pensar, aunque a estas alturas es prematuro asegurarlo, que la trayectoria de tasa de política monetaria implícita en el escenario base debería sufrir ajustes y que la pregunta es cuánto.

Manifiesta el Consejero señor Sebastián Claro que en primer lugar, no se está en condiciones de hacer descansar la convergencia de la inflación a la meta por la estrechez de créditos o por la menor actividad mundial. Las turbulencias impiden tener una idea clara de cómo ha cambiado el escenario macroeconómico y parece razonable analizar los eventos y reevaluar el escenario en un nivel de tasas intermedio. Indica que la alternativa de no subir la tasa y mantener el sesgo conlleva un riesgo de credibilidad importante, simplemente porque es difícil que las circunstancias en el futuro hagan más fácil la decisión de subir la tasa de política monetaria aún cuando sea requerido. Señala que si se tiene una nueva sorpresa inflacionaria, se deberá ajustar la tasa de interés, con el consiguiente riesgo de aparecer nuevamente



reaccionando tarde, lo cual es especialmente serio en un contexto donde la inflación en el corto plazo viene alta.

En segundo lugar, comenta el señor Consejero que es posible que los desarrollos recientes en los mercados internacionales y los ajustes observados en el mercado de crédito doméstico contribuyan a una desaceleración importante de la actividad y en ese contexto, no se puede descartar que la política monetaria tenga que cumplir un rol anticíclico importante en el mediano plazo. Le parece que la capacidad de la política monetaria para actuar de manera anticíclica en ese momento será mucho mayor y más efectiva si la tarea antiinflacionaria está bien encausada, lo cual es especialmente cierto en un contexto donde la trayectoria de la inflación en el corto plazo es mayor que la antes prevista. Agrega que es probable que en el corto plazo tengamos una mala sorpresa inflacionaria y si se actúa hoy se tendrá en ese momento el *leverage* para no ajustar la tasa. En el mediano plazo, si las altas proyecciones de inflación en los próximos trimestres se dan en un contexto de fuerte desaceleración, la credibilidad de nuestra respuesta será mayor y por lo tanto, la reacción será mucho más efectiva si el ajuste de la política monetaria queda terminado y no existen dudas al respecto.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, subir la tasa y quitar el sesgo es más prudente, ya que deja al Banco Central en una posición significativamente más robusta para actuar en el futuro si las condiciones así lo requieren. Además, indica que hoy el mercado se encuentra dividido entre las dos opciones, por lo que un comunicado claro y transparente, enfatizando el compromiso con la inflación, la flexibilidad de la política monetaria para responder a cambios en las condiciones de demanda, y el compromiso del Banco Central de Chile de proveer toda la liquidez necesaria para el buen funcionamiento del sistema financiero, hace de ésta la mejor opción.

Para el Consejero señor Claro, la dinámica del sistema financiero internacional, el *stress* en algunos segmentos del mercado monetario local, y la volatilidad observada en los precios de los activos constituyen elementos que no deben ser dejados de lado. En especial, por lo que hoy está en juego y que también es una señal comunicacional respecto de cómo el Banco Central ve la situación. Señala que se observan ciertos grados de desconcierto en el mercado financiero doméstico, los cuales deben ser atendidos con la máxima preocupación y con las políticas adecuadas. Indica que el Banco Central ha estado, está y estará en condiciones y disposición de entregar la liquidez necesaria para el buen funcionamiento del sistema financiero y este mensaje debe ser reafirmado en nuestra comunicación con el mercado, independiente de la decisión de tasas que se tome, la que no debe ser mezclada con la decisión de provisión de liquidez, aunque en algunos momentos la línea divisoria entre ambas sea tenue. Indica que el costo en pesos al cual se provea la liquidez en esa moneda tendrá su contrapartida en la evolución del tipo de cambio, y por lo tanto, en el costo de obtener la liquidez en dólares.

Manifiesta el Consejero señor Sebastián Claro que el elemento central a tener en consideración hoy, es qué señal dará más tranquilidad a los mercados y a la banca, respecto de la disponibilidad del Banco Central de lograr estabilidad en el sistema financiero, sin sacrificar el control de la inflación. Le parece al señor Consejero que lo anterior debe ser enfatizado vía asegurar toda la provisión de liquidez necesaria así como reiterar la flexibilidad de la política monetaria.

En opinión del Consejero señor Claro, ambas opciones de la Minuta de la Gerencia de División Estudios tienen pros y contras. Por un lado, mantener la tasa haría aparecer al Banco Central más en sintonía con lo que está sucediendo, pero al mismo tiempo representa un movimiento bastante radical respecto del mensaje más reciente, lo que puede ser mal interpretado si no se acompaña de un comunicado claro. Por otro lado, estima que subir la tasa corre el riesgo de ser interpretado como la acción de un Banco que no está en sintonía con



BANCO CENTRAL DE CHILE

la realidad. Comenta que en la medida que el alza sea acotada y el comunicado sea claro respecto de las razones consideradas, este riesgo puede acotarse significativamente.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por subir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base. Agrega que, sin embargo, está dispuesto a sumarse a la mayoría que vote por mantener la tasa porque concuerda que existe, en esta circunstancia, un valor en esperar y dar unanimidad a la decisión. Sin embargo, para minimizar el riesgo de debilitar el plano inflacionario, manifiesta que condiciona su voto a eliminar como argumento para mantener la tasa, la idea que nuestros análisis muestran que la menor demanda externa y la contracción de crédito internas son suficientes para lograr la convergencia de la inflación, sino que el comunicado debe enfatizar que esta mantención corresponde a una pausa para evaluar con mayor claridad los acontecimientos mundiales y reevaluar el escenario central del *IPoM*.

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

Señala el señor Consejero que las noticias del último mes están marcadas por la grave crisis financiera que afecta a los países industrializados, la que a estas alturas ha adquirido alcances globales. El escenario externo ha experimentado un nuevo deterioro desde la ya debilitada posición en la que se encontraba. Comenta que la recesión en los países industrializados parece inminente, si no ha llegado ya, y que las dudas se relacionan con su duración y con la magnitud de los efectos que ello tendrá en las economías emergentes, las que han sido golpeadas con intensidad en esta coyuntura y Chile no ha sido la excepción. Señala el Consejero señor Marshall que frente a perspectivas de menor crecimiento global, los precios de las materias primas han experimentado significativas correcciones a la baja, alcanzando niveles bastante inferiores a los visualizados hace solo un mes atrás. Señala que como los desarrollos están en curso, resulta difícil delinear con precisión el escenario externo de los próximos trimestres, pero todo apunta a que éste será significativamente más adverso que el anticipado en nuestro último *IPoM*.

Hace presente el señor Consejero que en el frente interno, los mercados monetario y crediticio se han visto afectados por la crisis de confianza prevaleciente a nivel global. La preocupación por el acceso al financiamiento externo ha sido el factor detonante. Las empresas y los bancos han aumentado bruscamente su preferencia por liquidez, lo que ha elevado considerablemente las tasas de interés en el mercado monetario a plazo y sus diferenciales respecto de la tasa de política monetaria. Adicionalmente, indica el Consejero señor Marshall que los bancos han tornado más restrictivas sus políticas crediticias y congruente con ello, las tasas de interés enfrentadas por los clientes de los bancos se han elevado en forma muy significativa. Las cifras disponibles, si bien parciales, ya dan cuenta de un alza promedio de 300 ó 400 puntos base, fenómeno visualizado por primera vez en este ciclo crediticio. En suma, manifiesta el Consejero señor Marshall que las condiciones financieras enfrentadas por hogares y empresas se han deteriorado significativamente.

Hace presente el Consejero señor Enrique Marshall que el IMACEC del mes de julio sorprendió algo a la baja, pero no marca un cambio significativo en la tendencia de crecimiento sugerida en nuestro escenario base. Indica que la demanda se mantiene dinámica con alguna tendencia hacia la desaceleración, especialmente en el componente consumo y que en todo caso, este proceso de ajuste debería intensificarse en los próximos trimestres. Agrega el señor Consejero que el empleo mantiene su dinamismo y las condiciones del mercado laboral se presentan algo apretadas, lo que debería cambiar a medida que se observe con mayor nitidez una desaceleración en los sectores de comercio, servicios y construcción. Indica que la inflación anual sigue siendo alta y las cifras de corto plazo aún no dan cuenta de un quiebre de tendencia apreciable, más aún, es probable que ésta aumente nuevamente en el corto plazo, especialmente si se consolida un nivel de tipo de cambio elevado, como el observado en las

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

últimas dos semanas. No obstante lo anterior, señala el señor Consejero que el panorama inflacionario de mediano plazo ha mejorado debido a la emergencia de fuerzas, principalmente asociadas a los desarrollos financieros ya comentados, que apoyarían la convergencia de la inflación en el horizonte de política, lo que ha sido recogido por el mercado que ha ajustado a la baja sus expectativas de inflación para el mediano plazo.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que la evolución de las remuneraciones nominales mantiene la tendencia observada en meses anteriores, creciendo moderadamente, lo cual también brinda apoyo a la convergencia de la inflación a la meta. Indica que el riesgo que este comportamiento cambie ha disminuido debido a los efectos de la crisis financiera sobre sentimientos y expectativas de las personas.

Comenta el señor Consejero que las expectativas del mercado para la tasa de política monetaria se han corregido a la baja en respuesta a los desarrollos financieros y a las perspectivas de crecimiento de mediano plazo. En suma, el escenario macro ha evolucionado rápidamente en las últimas semanas, mostrándose más complejo y más incierto que hace un mes atrás, siendo el principal factor detrás de este cambio, la profundización de la crisis financiera que afecta a los países industrializados, con todas sus implicancias internas y como ella está en pleno desarrollo, no se puede hablar todavía de un escenario plenamente consolidado, lo que obliga a reaccionar con prudencia. En este contexto, señala el Consejero señor Enrique Marshall que las opciones de política plausibles son mantener la tasa de política monetaria o bien subirla en 25 puntos base. Un incremento de 25 puntos base podría tener algún fundamento, considerando que el panorama inflacionario no está completamente despejado y que podría haber un aumento de la inflación en el corto plazo como resultado de la depreciación del peso.

Sin embargo, el Consejero señor Enrique Marshall manifiesta que la crisis está en pleno desarrollo y las condiciones financieras pueden seguir deteriorándose y que por ello, resulta extremadamente difícil perfilar la orientación de la política monetaria hacia delante. Indica que si la decisión es subir la tasa en 25 puntos base, no resulta evidente cuál es el mensaje que se debería transmitir al mercado. Además, en su opinión se asumiría el riesgo de tener que revertir esta decisión en los próximos meses, si las condiciones siguen empeorando. Finalmente, señala que un movimiento al alza, aunque fuese moderado, aparecería como contradictorio con acciones de inyección de liquidez u otras similares que puedan ser necesarias en las próximas semanas.

En este contexto, le parece al señor Consejero que la mejor opción es reconocer la altísima incertidumbre y hacer una pausa, existiendo espacio para ello. Agrega que en el curso de las próximas semanas se podrán evaluar los acontecimientos y delinear con mayor precisión el escenario que se enfrenta y, junto con ello, evaluar la orientación de la política monetaria hacia delante. Menciona que optar por una pausa tendría, además, el beneficio de contribuir a fortalecer la confianza en un mercado que muestra signos de estrés por los acontecimientos mundiales, lo cual es clave para que los necesarios ajustes al interior del sistema financiero tengan lugar con normalidad. En todo caso, indica el señor Consejero que esta decisión debería ir acompañada de un mensaje que reitere la preocupación del Banco Central de Chile por la alta inflación corriente.

En consecuencia, por las razones expuestas, el Consejero señor Enrique Marshall vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 8,25%.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 129
Política Monetaria
09.10.2008

16.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece como siempre el análisis efectuado por el *staff*. Indica que en esta ocasión ha implicado un esfuerzo por evaluar escenarios de forma adicional a lo que se está acostumbrado.

Agrega el señor Consejero que, respecto de la Minuta de Opciones, hace suyo el listado de antecedentes relevantes a considerar desde la Reunión de Política Monetaria anterior, contenido en el párrafo dos de la misma, a lo que suma como un hecho esencial en el análisis que fundamenta su voto, el incremento de las tasas de captaciones y colocaciones del sistema, lo que eleva la brecha respecto de la *forward* de la Tasa de Política Monetaria. Indica que la crisis financiera internacional y las reverberaciones observadas en Chile hasta ahora, no deben evaluarse como un ajuste normal, ya que hay características de razonamiento en el acceso al crédito que son anormales en el mundo desarrollado y que al respecto corresponde monitorear eventuales señales en el mercado chileno. Hace presente el señor Consejero que de ese conjunto de información, la mayor parte corresponde a *shocks* que impactarán la demanda agregada y que sólo la depreciación del peso tiene además un componente de *shock* de oferta relevante, en tanto tenga impacto sobre los precios internos. Indica que dada la brusquedad de los cambios en el entorno externo, el escenario base del *IPoM* ha quedado atrás y que el Banco Central se ha concentrado en discutir el escenario de riesgo que allí estaba contenido. Señala el señor Consejero que desea destacar, sin embargo, que sigue siendo válido ese escenario base y que se requiere de una economía más bien fría, es decir, con una brecha de PIB moderadamente negativa para retornar a una trayectoria de los precios consistente con la meta de 3% en un horizonte de dos años. Al respecto, el Consejero señor Manuel Marfán se pregunta cuál sería el nivel de la Tasa de Política Monetaria, consistente con esa meta de inflación de 3% en un plazo de dos años y que el mecanismo de transmisión es generar una brecha moderadamente negativa.

Manifiesta el Consejero señor Manuel Marfán que antes de referirse a la consulta planteada desea señalar en primer lugar, que cree que en escenarios de mucha incertidumbre, como es el caso actual, no es el momento, salvo que se esté muy seguro, de hacer cambios que impliquen modificaciones de carácter institucional. Señala que eso significa que la decisión de política monetaria, a su juicio, debe considerar, en esta ocasión, los escenarios de inflación en el horizonte de dos años y no sumar objetivos adicionales a esta decisión. En segundo término, señala, que los *shocks* de oferta normalmente tienen implicancias más rápidas sobre la inflación observada que los *shocks* de demanda que tienen un rezago largo. Le parece que es un error esperar que se manifiesten los efectos inflacionarios de los *shocks* de demanda para reaccionar. Indica el señor Consejero que cree que reaccionar rápido frente a *shocks* de oferta y reaccionar lento frente a *shocks* de demanda va contra la intuición, contra la teoría y también contra la evidencia de lo que es más consistente con metas de inflación. Agrega que en este caso, los ejercicios que se observaron en la Reunión de la mañana deben ser vistos de manera combinada, porque mientras se revisaba el ejercicio del escenario de riesgo del *IPoM*, aquél no contiene el hecho evidente que ha aumentado la brecha entre la Tasa de Política Monetaria y las tasas que son relevantes para la determinación de la demanda agregada, que junto con el otro ejercicio puede contener errores, pero al menos permite ordenar la información que hoy es muy dispersa, y lo que tiende a mostrar evidentemente es que sería contraproducente, en esta oportunidad, un aumento de la Tasa de Política Monetaria, cuando los analiza de manera combinada, para efectos del objetivo de inflación. Indica que antes de ver esos ejercicios, el instinto que se tiene de cómo ordena la información, también apuntaba en esa misma dirección. En tercer lugar, señala el Consejero señor Manuel Marfán que, reconociendo que ejercicios numéricos en un cuadro como el actual de proyecciones, el sentido común, y la experiencia acumulada, son elementos obviamente que tienen algún grado de incertidumbre mayor que el habitual, sumado al hecho de qué sucede si uno se equivoca y comete un error, si se mantiene la tasa y todo se calma y vuelve a ser como en el escenario base y lo correcto hubiera sido subir. Al respecto, cabría preguntarse cuáles son los costos que se pagan versus qué pasa si uno, en el escenario alternativo, sube la tasa y lo correcto visto ex-post es que lo que había que hacer era mantener. Indica que le parece que este tipo de análisis de error de tipo II, en esta

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

oportunidad, apunta claramente a que los riesgos son menores, manteniendo la tasa que elevándola.

Por estas consideraciones, manifiesta el Consejero señor Manuel Marfán que su voto, en esta oportunidad, es por mantener la tasa, eliminando cualquier sesgo en la decisión que se tome. Agrega que en su opinión, el comunicado debe ser claro en cuanto a que la razón de esta decisión no se debe a que se hayan agregado objetivos adicionales al de la inflación.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que la decisión de hoy está marcada por la agudización de la crisis financiera internacional que afecta al mundo desarrollado. Señala que pese a la extrema incertidumbre que existe sobre el desenlace último de esta crisis, está claro que ésta tendrá importantes efectos reales en la economía global. Menciona que hace poco más de una semana se proyectaba una mera desaceleración del mundo desarrollado. Agrega que luego del importante deterioro de la confianza en la última semana y media, el mercado pasó a proyectar una recesión en los países desarrollados, manteniéndose la perspectiva de un desacople del mundo emergente. Comenta el señor Vicepresidente que hoy, pese a la agresiva reacción de los gobiernos y de los bancos centrales, el panorama se ha deteriorado aún más y la proyección del propio Fondo Monetario Internacional reconoce que se enfrenta una recesión global, proyectándose al menos 3 a 4 trimestres de crecimiento negativo en el mundo desarrollado, una importante corrección en el precio de los *commodities* y una restricción crediticia de carácter global.

Señala el Vicepresidente señor Desormeaux que las repercusiones en la economía chilena, hasta ahora, se han limitado al plano financiero. Agrega que se ha observado como la liquidez interna en dólares y pesos se ha restringido, lo que se ha traducido en mayores tasas en los mercados *on-shore*, en pesos y en UF y, por otro lado, el tipo de cambio ha experimentado una fuerte depreciación que supera el 17% en pocos días, lo que podría elevar la inflación en el corto plazo en alrededor de medio punto porcentual.

Con la información acumulada hasta el mes de septiembre, el Vicepresidente menciona que la inflación interna sigue elevada, pero se observa una corrección a la baja en las expectativas de inflación medidas a través de diversos indicadores. Señala el señor Desormeaux que está claro que pese a la incertidumbre que persiste en torno a la crisis financiera, sus efectos reales van a contribuir a la tarea de enfriar la economía chilena y a generar las holguras necesarias para garantizar la convergencia inflacionaria al 3%.

Hace presente el señor Vicepresidente que el ejercicio que ha presentado la Gerencia de División Estudios a partir de un escenario alternativo del *IPoM* de septiembre, que supone un escenario de recesión global muy similar al que hoy considera el Fondo Monetario Internacional, se traduce en una trayectoria para la Tasa de Política Monetaria que se encuentra en el corto plazo entre 25 a 50 puntos base por debajo de la que contempla el escenario central del *IPoM* del mes ya señalado. Comenta que como el nivel actual de la tasa de política monetaria de 8,25% se encuentra entre 50 y 75 puntos base por debajo del nivel que surge de este escenario alternativo con recesión global, le parece claro que la tarea antiinflacionaria del Banco Central no ha concluido pese a la crisis. Sin embargo, manifiesta el Vicepresidente señor Desormeaux que dos elementos complican este diagnóstico. En primer lugar, la crisis global puede agudizarse aún más, y en segundo término, sus efectos internos en el plano financiero, que hoy están introduciendo un grado de ajuste adicional al que podría desprenderse de la trayectoria reciente de la Tasa de Política Monetaria.

En su opinión, en vista de estos antecedentes y de la incertidumbre sobre la duración que tendrá este escenario de restricción crediticia interno, para el señor Vicepresidente la opción de aumentar la Tasa de Política en 50 puntos base en la Reunión de hoy no parece adecuada y concuerda en ello con la Gerencia de División Estudios en el sentido que las



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 129
Política Monetaria
09.10.2008

18.

opciones relevantes son un aumento de 25 puntos base o la mantención de la Tasa de Política en su nivel actual.

Señala el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux que a favor de la opción de subir 50 puntos base, está el hecho que con ella el Banco Central reafirmaría sus credenciales antiinflacionarias, lo que le permitiría asegurar una rápida convergencia de las expectativas de inflación a la meta, con la ventaja que con expectativas ancladas, la política monetaria puede transformarse en una poderosa herramienta anticíclica de cara al año 2009. Por otra parte, le parece que la opción de mantener la Tasa de Política Monetaria tiene sentido en la medida que las condiciones de liquidez en el mercado interno no se resuelvan rápidamente, con lo cual al *shock* de demanda externo se podría sumar un *shock* de demanda interno de carácter endógeno, como fue señalado recientemente por el señor Ministro de Hacienda. Comenta el señor Vicepresidente que el riesgo de esta opción es que pueda ser percibida como un debilitamiento de nuestra convicción antiinflacionaria para privilegiar otros objetivos, en este caso la actividad. Sin embargo, señala el señor Vicepresidente que la opción de subir 25 puntos base la Tasa de Política, también tiene un riesgo comunicacional que ha sido mencionado por otros Consejeros, ya que podría ser percibida como un reflejo de un Banco Central ausente, que no ha aquilatado plenamente los riesgos que la crisis supone para el sector real. Indica que ambas opciones tienen riesgos y por lo tanto, la decisión no es fácil. Manifiesta el Vicepresidente señor Desormeaux que su primera preferencia es por un alza de 25 puntos base, pensando que se trataría de un testimonio de fuerte compromiso antiinflacionario el que traería importantes ventajas a futuro y que no agravaría mayormente la restricción crediticia interna. Sin embargo, manifiesta que sumará su voto al de la mayoría si ésta se inclina por la mantención de la Tasa de Política Monetaria y si esta decisión va acompañada de un mensaje claro en el comunicado que indique una reflexión como la siguiente: "que a partir de la información disponible, nuestra evaluación es que en caso de normalizarse las condiciones financieras internas en la próxima semana, el curso de acción más probable de la política monetaria sería un ajuste al alza de la Tasa de Política Monetaria." Comenta que lo anterior puede ser expresado de múltiples formas, pero el mensaje que desea entregar es que el Banco Central de Chile no está dormido y que tiene claro que existe una tarea pendiente en el plano inflacionario.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que en primer lugar, desea agradecer al *staff*, no solo por los antecedentes aportados, sino que también por preparar esta Reunión en medio de todas las otras tareas que se han presentado.

Indica que la dinámica inflacionaria es el mayor desafío de la política monetaria, y en este contexto, es que en nuestro escenario base del último *IPoM*, se consideró necesario aumentar la Tasa de Política Monetaria de manera significativa de aquí a fin de año, lo que permitiría generar las holguras necesarias para contener la inflación.

No obstante, señala el señor Presidente que el recrudecimiento de la crisis financiera en las últimas semanas hace que la decisión de hoy sea particularmente compleja, por dos razones. En primer lugar, que no se conocen las implicancias definitivas de la actual situación de la economía internacional sobre la actividad interna y, en consecuencia, sobre las holguras necesarias para contener la inflación. Agrega que en este escenario también es posible que se sumen a los *shocks* de demanda, *shocks* de oferta que quiten presión a la inflación. En segundo lugar, le parece que las actuales tensiones de liquidez en nuestra economía, como consecuencia de lo que ocurre en el mundo, pueden por sí solas generar una desaceleración coherente con la convergencia de la inflación a la meta, sin necesidad de recurrir a una reducción del impulso monetario como la estimada hace un mes atrás, es decir, se enfrenta una extraordinaria incertidumbre sobre el panorama externo y sobre el impacto que está teniendo sobre la evolución de la economía nacional.

H



En este contexto, indica el señor Presidente que no hay conflictos importantes entre la política antiinflacionaria y la evolución de la actividad, por cuanto los *shocks* serán genuinamente de demanda o de reducción de costos, con lo cual la política monetaria debiera seguir una conducta contracíclica, eso sí que, partiendo de una situación de una muy elevada inflación y con un escenario base que contempla un endurecimiento de la política monetaria. Con todo, una complicación del actual escenario es la evolución del tipo de cambio, lo que puede dificultar la absorción de caídas de la inflación externa, pero estima que todavía es muy prematuro para concluir sobre tendencias más duraderas en un ambiente muy incierto.

Indica el señor Presidente que a pesar del complejo escenario que acaba de describir, los riesgos inflacionarios siguen siendo significativos. Sin embargo, a su juicio, cobra un valor particular, esperar que se aclare el panorama internacional. Agrega que es cierto que un alza de tasas hoy daría una señal adicional que el compromiso inflacionario del Banco Central de Chile es irrenunciable, credibilidad que se posee después de que se efectuaron las alzas de los últimos meses, pero estima que nunca está demás reforzar. Indica que es difícil pensar que el Banco Central abandonó la meta de inflación, pues incluso las expectativas inflacionarias han caído como consecuencia de la actual situación mundial. Pero también señala el señor Presidente que se debe ponderar el efecto que tendría sobre la confianza del público "manejar" adecuadamente la economía en el actual escenario de turbulencias y comenta que se está en los momentos de mayor tensión desde que se desató la crisis. Menciona que dicha confianza es fundamental para dar una señal de tranquilidad a los mercados, así como para fortalecer la propia credibilidad de nuestras políticas. Agrega que no sería razonable suponer que un escenario de deterioro significativo del clima financiero se puede atribuir a la pequeña acción de subir la tasa en 25 puntos base. Sin embargo, podría confundir y complicar mucho nuestro panorama comunicacional.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que a su parecer, se debe dar una señal que se está ejerciendo el control de las tensiones actuales, algo de lo que está plenamente convencido. Indica que al respecto el Banco ha sido activo en aliviar las tensiones de liquidez, pero también un alza de tasas podría dar la impresión que no se ha aquilatado en profundidad la crisis internacional y sus repercusiones sobre la economía.

Adicionalmente, señala que si bien manejar la liquidez de corto plazo no es enteramente inconsistente con manejar la Tasa de Política Monetaria para controlar la inflación, un alza de tasas proveyendo liquidez no deja de ser algo conflictivo. Más aún, a pesar que cree que la Tasa de Política sí tiene efectos sobre la estructura de tasas y podría afectar más la liquidez de corto plazo, si se pensara que su efecto es nulo, no le parece aconsejable al señor Presidente usar instrumentos poco efectivos. Entiende que se trata de una decisión compleja, y lo que se resuelva puede prestarse para diversas interpretaciones, pero le parece que dado los riesgos, mantener una actitud de espera resulta lo más adecuado.

Por lo anterior, señala el Presidente señor José De Gregorio que le parece prudente mantener la Tasa de Política Monetaria en esta Reunión. Indica que es simplemente esperar, algo así como postergar la decisión de tasas por un tiempo, mientras el panorama se aclara. Le parece razonable además, mantener el mensaje antiinflacionario, pero dado el escenario actual tampoco se puede repetir el sesgo de las Reuniones anteriores, ya que es difícil expresar que en el escenario más probable se requerirá un nuevo aumento de tasas. Indica que en lo personal preferiría manifestar que en un escenario que evolucione más acorde con el escenario base del *IPoM*, es probable que suban las tasas. En todo caso, estima que el problema es que resulta difícil que este escenario se materialice.

En mérito de lo expuesto, el Presidente señor José De Gregorio vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 8,25% anual.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 129
Política Monetaria
09.10.2008 20.

Como consecuencia del resultado de la votación, el señor Presidente consulta al señor Vicepresidente y al Consejero señor Claro si se suman al voto de la mayoría de los Consejeros. El señor Vicepresidente y el Consejero señor Claro señalan que se suman a la votación de la mayoría.

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

129-01-081009 – 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 8,25% 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 8,25% anual.

La inflación sigue alta y los riesgos de escenarios alternativos han aumentado. Dada la incertidumbre de la economía global y su impacto sobre la inflación proyectada, el Consejo estima que esta decisión es necesaria para reevaluar con mayor información el curso de la política monetaria contenido en el escenario base del *IPoM*.

En el ámbito externo, el sistema financiero global ha sufrido tensiones extraordinarias, afectando la liquidez, el acceso al crédito y los precios de los activos. Los mercados anticipan una desaceleración significativa de la economía global y los precios de los productos básicos, en particular el cobre y el petróleo, han caído de manera significativa. Diversos bancos centrales y autoridades gubernamentales han tomado medidas de excepción.

En el plano interno, la información disponible de actividad para el tercer trimestre es coherente con las perspectivas de que la expansión anual de la economía en el segundo semestre será mayor que en la primera mitad del 2008. La demanda interna continúa creciendo a tasas elevadas, particularmente en su componente importado y el desempleo se ha mantenido estable. Las condiciones financieras locales se han estrechado.

La inflación de septiembre estuvo algo por sobre lo anticipado, principalmente por el comportamiento del precio interno de los combustibles. Las distintas medidas subyacentes de inflación siguen altas, la dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos y las expectativas de inflación de mediano plazo se han reducido.

El Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera de reducir la elevada inflación actual hacia 3%, en el horizonte de política. Ello resulta esencial para alinear la dinámica inflacionaria con el objetivo de estabilidad de precios. Aunque la trayectoria futura de la TPM en el escenario base del último Informe de Política Monetaria contempla ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, el Consejo evaluará en sus futuras decisiones las implicancias que se derivan de los desarrollos financieros en curso sobre la inflación proyectada.”

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 129
Política Monetaria
09.10.2008

21.

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18:10 horas.

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente

JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente

ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero

MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero

SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero

ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)

4