



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 130 celebrada el 13 de noviembre de 2008

En Santiago de Chile, a 13 de noviembre 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.

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 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 Internacional, don Sergio Lehmann Beresi;
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa;
Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez;
Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander;
Gerente de Investigación Económica Interino, don Jorge Selaive Carrasco;
Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministerio de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

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

El Gerente de Análisis Internacional comienza su exposición, señalando que en el ámbito internacional persiste la tensión en los mercados financieros, a pesar que las medidas adoptadas han generado su atenuación. Señala el señor Gerente que los indicadores de actividad, más deteriorados de lo anticipado, dan cuenta de la recesión en las economías desarrolladas. Indica que frente a ello, estas economías reducen su Tasa de Política Monetaria, esperándose movimientos adicionales a la baja antes de finalizar el año. Agrega el señor Gerente mencionado, que ante este escenario más negativo en materia de actividad, los precios de los *commodities* caen con fuerza. Comenta el señor Lehmann que la gráfica que se exhibe refleja de alguna manera lo que han sido las tensiones en los mercados interbancarios después de alcanzar *peaks* en torno a 350 – 400 puntos base. Hace presente que hoy día se aprecia una caída bastante más importante en Estados Unidos de América que en la zona Euro, pero señala que esta última también ha caído, así como el Reino Unido. Lo anterior, menciona el señor Gerente señor Lehmann, se encuentra asociado, fundamentalmente, a las medidas que han buscado capitalizar a los bancos de inversión y al mismo tiempo, inyectar masivamente liquidez en los mercados financieros. Señala que lo anterior también se ha reflejado en los *Credit Default Swaps* de los bancos de inversión, después de alcanzar *peaks* en torno a 300 puntos base. Comenta el señor Gerente que tras la caída de Lehman Brothers se ha observado también una caída importante de los CDS en Estados Unidos de América. Menciona que si bien



éstos se mantienen todavía muy por sobre los niveles históricos, están ubicados en torno a 150 – 200 puntos base. Indica que en el caso de Europa, los CDS se encuentran más cercanos a los 100 puntos base.

Agrega que desde la última Reunión de Política Monetaria se ha observado una caída bastante importante en los referidos CDS. Respecto a la Tasa de Política Monetaria, indica el señor Lehmann que como ya es conocido, los bancos centrales de economías desarrolladas las han bajado de manera importante. Menciona que en la gráfica que se muestra, esta vez se incluyó, al Reino Unido porque su situación fue una noticia particularmente importante, derivada del hecho que el recorte del Banco de Inglaterra fue de 150 puntos base, lo que constituye probablemente un dato absolutamente inédito. Comenta el señor Gerente de Análisis Internacional, que los mercados siguen anticipando reducciones en el Reino Unido y se deduce que llegaría más menos a 1,5%, de aquí a principios del próximo año. Indica el Gerente señor Lehmann que en el caso de Estados Unidos de América, también se ha observado una caída en la Tasa de Política Monetaria y los mercados están anticipando nuevas reducciones, esperándose que de aquí a fines de año se produzca otra disminución de 50 puntos base, aproximadamente, lo que llevaría la Tasa de Política Monetaria de Estados Unidos de América a 0,5%, cifra que en opinión del señor Lehmann, se trataría de un mínimo histórico para ese país. Señala el señor Gerente mencionado, que en ese caso se apreciaría un Banco Central Europeo mucho más activo y de hecho se deduce que la Tasa de Política Monetaria de dicha institución llegaría a 2% a inicios del 2009. Comenta el señor Gerente que en Japón también se podrían observar reducciones adicionales en la Tasa de Política Monetaria. Agrega que como consecuencia de las acciones de los gobiernos y de los bancos centrales, la volatilidad de los mercados desarrollados ha tendido a reducirse, después de alcanzar niveles de 80% y ya se encuentran en torno a 60%, es decir, si bien ha caído la volatilidad, todavía se mantiene en niveles exageradamente elevados. Hace presente, que en el caso de los mercados emergentes también se han observado caídas en niveles muy elevados. Señala que los CDS de empresas han mostrado caídas significativas en Estados Unidos de América y Japón, así como también en economías emergentes, pero que en relación a los niveles históricos de los últimos dos años se encuentran en niveles altos.

Comenta el señor Gerente que las bolsas mundiales, después de mostrar grandes ajustes en septiembre y octubre, han tendido a exhibir cierto grado de estabilidad, pero con un alto movimiento. Indica el señor Lehmann que en el día de ayer se observaron caídas adicionales y que hoy se produjeron nuevas caídas en algunas economías, con algunas fluctuaciones marginales en América Latina, pero señala que la característica obvia en ese sentido es una fuerte volatilidad tanto en mercados desarrollados como emergentes, asociados a una incertidumbre que se mantiene alta.

Referente a los flujos de economías emergentes, comenta el señor Gerente que si bien los premios por riesgo han tendido a caer en línea con un VIX algo más moderado o más bajo, los flujos de capital de economías emergentes han continuado produciéndose con mucha más intensidad desde Asia, ya que en esa dirección habían ido gran parte de los capitales. Por lo tanto, estima que existe una reversión mucho más importante en esa región. Menciona que en América Latina se aprecian salidas importantes de capital que no incluyen reservas y comenta que los flujos hacia el exterior no incluyen, necesariamente, los movimientos de reservas, aún cuando parte de ellas podrían estar saliendo a través de movimientos de capitales.

H



Respecto a paridades, menciona el señor Gerente que se aprecian en el gráfico dos referencias. La primera, se refiere a la variación que han experimentado las paridades de un conjunto amplio de economías desde el 15 de septiembre cuando cae el banco de inversión Lehman Brothers, hasta hoy día. En el caso de Chile, las paridades están más o menos en línea con el movimiento general en todo el mundo. Por otra parte, señala que el dólar se ha apreciado desde el 15 de septiembre en aproximadamente un 10% y para el resto de las economías emergentes se observan, en promedio, depreciaciones en torno a 20%. El Vicepresidente señor Desormeaux comenta que China es el país que está más cerca de cero, porque el dólar se ha mantenido más o menos constante. Agrega que Brasil, México y Corea tuvieron las depreciaciones más fuertes desde el 15 de septiembre.

En cuanto a datos de actividad muy particulares, el Gerente señor Sergio Lehmann menciona que existe una serie más o menos larga, desde 1890 hasta hoy día, relativa al precio real de viviendas. Agrega que se trata de precios de viviendas sobre una canasta de consumo, y lo que se aprecia es que el aumento en el precio de las viviendas de los últimos 3 – 4 años fue una situación absolutamente anormal. Agrega que si se compara con el promedio histórico de los últimos 100 años, hay estimaciones que en coherencia con el gráfico que exhibe, dan cuenta que el precio de las viviendas todavía debe caer en torno a 20% en Estados Unidos de América. Lo anterior también es consistente con niveles de inventario que se mantienen particularmente elevados.

El Gerente de Análisis Internacional señor Lehmann respecto a condiciones de crédito y consumo privado, menciona que lo que se está observando es que el consumo privado, así como las condiciones crediticias en Estados Unidos de América, han continuado deteriorándose, lo que está más o menos en línea con episodios de recesión anteriores. Agrega que todos los indicadores apuntan a una recesión.

Acerca de la situación fiscal, el Gerente señor Lehmann indica que las cifras de bancos de inversión que se exhiben son más o menos consensuadas y apuntan a que el plan de rescate y la desaceleración de la actividad en Estados Unidos de América presentará un aumento muy importante en el déficit fiscal para el próximo año, que se proyectaba en 3% o algo más, para llegar más bien cerca del 7%, y que se mantendría relativamente elevado también en el año 2010. Es decir, la situación fiscal será particularmente delicada para los próximos dos años.

Respecto a los *commodities*, menciona el señor Gerente que se ha observado una caída generalizada de los precios, y quiere destacar en primer lugar la situación del molibdeno, que curiosamente se sostenía en torno a US\$ 30 la libra, pero que en los últimos registros muestra que ha descendido muy rápidamente, encontrándose en US\$ 12 la libra, lo que es coherente con un precio del cobre en torno a US\$ 1,50 – US\$ 1,60, que corresponde a lo que se está observando hoy. Comenta el Gerente señor Lehmann que lo que se advierte de esta situación es que el ajuste del precio del molibdeno se demoró algo en ser registrado en los mercados. Por su parte, señala el señor Lehmann que el petróleo ha caído más o menos un 30%, el cobre también alrededor de ese mismo porcentaje, y que la gasolina ha bajado, más o menos en línea con el precio del petróleo, aproximadamente un 40%. Por otro lado, los precios de los bienes agrícolas también han continuado retrocediendo, en línea con las percepciones de menor actividad. Comenta que de la evolución que han tenido durante los últimos 3 – 4 meses, tanto el petróleo con el precio del petróleo WTI, como el cobre, presentan una caída importante y lo que se observa, particularmente en el caso del petróleo, es una posición corta. Esto es, que los agentes no comerciales ya están apostando contra el precio del petróleo y esa apuesta es más marcada todavía en el caso del cobre, es decir, dichos agentes han cambiado posiciones largas hacia posiciones cortas, tanto en petróleo como en cobre.



El Presidente señor José De Gregorio agradece la exposición del señor Sergio Lehmann respecto al escenario internacional y ofrece la palabra para consultas o comentarios.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala que desea efectuar dos comentarios. El primero de ellos, se refiere a los flujos netos acumulados en doce meses por región. Indica que le llama la atención que América Latina haya caído poco en relación a Asia y Japón, considerando comentarios recibidos de personeros del BIS en Sao Paulo y México. Menciona que se comentaba que ambos países habían tenido salidas de capital no necesariamente en términos de reservas, pero sí en términos de deshacer contratos, lo que había impactado fuertemente a la moneda y en las tasas largas, es decir, tenían un *self off* importante. El otro aspecto que quiere destacar se refiere al molibdeno. Hace presente sobre el particular, que entiende que como dicho material sirve para aleaciones de acero, se exporta principalmente a China. Menciona que China es más importante como comprador de molibdeno que de cobre y si fuera así, y esto ocurre desde la última Reunión de Política Monetaria, a lo mejor esto tiene relación con todo el tema del paquete chino y que en realidad ese país podría estar en más problemas de lo que se piensa, lo que podría constituir un indicador líder de una situación más deteriorada en China.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que debe mirarse con un poco más de cuidado este tema, pero su impresión global es que la situación se viene mucho peor de lo que se preveía. Agrega que hay dudas respecto a la situación de China, ya que ellos presentan un problema real, pero también señala que hay caídas brutales en el precio de los *commodities* que a nuestro país le ayudarán mucho. Asimismo, indica que el precio del petróleo en el corto plazo será bastante más importante que el del cobre. No obstante, indica que se van a producir problemas en el precio del petróleo y Venezuela ya ha anunciado que los tiene. Indica que escuchó que la OPEP estaba vendiendo petróleo bajo US\$ 50 el barril por primera vez en 22 meses, lo que desde el punto de vista inflacionario le parece bien, pero estima que no se puede descartar esta situación y que deben observarse los efectos que ello puede producir.

El Consejero señor Sebastián Claro menciona que, siguiendo la lógica de la discusión, cuando se conoce que en el sistema financiero local la normalización de la tensión en la banca de Estados Unidos de América no necesariamente se ha traducido en una disminución en las tasas de colocación y ese *spread* se ha mantenido muy elevado, le gustaría saber si se cuenta con mayor información respecto al tamaño que tiene dicho *spread*. El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que la información que se está proporcionando es la de los CDS, que es una medida indirecta del riesgo de crédito y que, efectivamente, se ha mantenido alto.

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

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que el impacto en Chile del súbito cambio del escenario global se ha manifestado hasta ahora, principalmente, en los mercados de activos y en las decisiones de gasto privado más sensibles a las condiciones financieras. La desviación de los mercados interbancarios globales llevó, a nivel mundial, a la búsqueda de refugio en instrumentos del Tesoro de Estados Unidos de América, produciendo una significativa caída en la demanda de activos financieros más riesgosos. Indica que a ello se agregaron restricciones globales en las líneas de financiamiento, determinando una depreciación bastante generalizada de las distintas monedas con respecto del dólar, situación en la que el peso chileno no ha sido la excepción. El cambio en el escenario de mediano plazo y, sobre todo, la aguda incertidumbre externa prevaleciente desde fines de



septiembre hasta hace solo muy poco tiempo, incrementó la demanda por liquidez por razones de precaución de diversos agentes en Chile.

Menciona el Gerente señor Soto, que todo lo anterior provocó un encarecimiento del costo de fondeo bancario, un aumento en las tasas de colocación y una amplia preocupación en distintos actores del mercado por el acceso al financiamiento. Hace presente que en este contexto, el Consejo adoptó un conjunto importante de medidas, partiendo por el término del programa de acumulación de reservas y la oferta de liquidez en pesos y dólares, a través de *swaps* a fines de septiembre; el establecimiento de provisiones de liquidez a mayor plazo y una ampliación de los colaterales aceptables para el Banco, a contar del 10 de octubre de este año, probablemente el momento de mayor tensión de este episodio.

Comenta que las medidas adoptadas por el Consejo del Banco Central de Chile lograron efectivamente atenuar las tensiones de liquidez en los mercados monetarios, con tasas de interés y premios entre distintos instrumentos del mercado que han retornado a niveles comparables a los que prevalecían antes de mediados de septiembre. No obstante, señala que se puede anticipar que mientras perdure la incertidumbre sobre los efectos concretos de la actual crisis financiera global en la actividad real del mundo, prevalecerá un grado mayor de restrictividad en las condiciones de otorgamiento de créditos. Agrega que la encuesta de crédito bancario de septiembre, muestra una mayor restricción tanto en el otorgamiento de crédito como en la demanda por éste. Además, menciona que la información casuística también da cuenta de mayores dificultades en el acceso al crédito.

Por otra parte, las tasas de interés de las distintas operaciones de crédito están en niveles más altos que los prevalecientes a comienzos de septiembre, los que podrían ser superiores a los que se esperarían de los cambios que el Consejo hizo en la instancia de política monetaria en los últimos meses. Indica que ello puede responder, en parte, a esta mayor percepción de riesgo.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico señala que la mayor dificultad en el acceso al financiamiento, el incremento en su costo y la volatilidad de variables como el tipo de cambio, inciden en el corto plazo, principalmente en los componentes de la demanda interna más sensibles a condiciones financieras. En particular, las ventas de bienes durables, especialmente automóviles, las ventas de viviendas y la inversión en maquinaria y equipo. Agrega que algunas de estas variables han tenido algún grado de moderación en su crecimiento en los últimos meses, lo que podría acentuarse ante las nuevas condiciones financieras.

Asimismo, el Gerente señor Soto señala que el impacto de los desarrollos anteriores en la demanda agregada es difícil de determinar con exactitud. Agrega que aún no existe información de las variables habituales reales para el mes de octubre. No obstante, indica que la información recogida da cuenta de un mayor pesimismo, lo mismo que los indicadores de expectativas del mes de octubre, especialmente para las empresas. En todo caso, indica que se debe destacar que, a septiembre, el mercado laboral seguía mostrando un dinamismo importante, con el empleo creciendo a tasas en torno a 5% anual y una tasa de desempleo que se ha mantenido alrededor de 7,5% en los últimos trimestres.

Por otra parte, comenta el señor Soto que el posible impacto puede ser calibrado, tomando como referencia la correlación histórica de las variables desde que se instauró la flotación cambiaria, junto con una evaluación de la respuesta de la economía ante restricciones en las condiciones financieras en coyunturas recientes. Menciona que esto lleva a estimar que el crecimiento de la actividad distinta de los sectores asociados a recursos naturales, podría reducirse respecto a proyecciones previas tanto en el último cuarto del 2008



como en el primer trimestre del 2009, ello producto del cambio en el escenario interno y externo. A lo anterior, se debe añadir el débil desempeño de la actividad del sector minero, que debido a problemas técnicos, le restaría del orden de 0,3 puntos porcentuales de incremento a la actividad en el cuarto trimestre del 2008. Hace presente el señor Soto que con ello, el crecimiento para este año descendería, mientras el de la demanda interna sufriría una reducción más marcada.

Para el 2009, dada la magnitud de la crisis internacional y el efecto que se espera tenga en el crecimiento mundial y el precio de las materias primas, también se reducen las proyecciones de crecimiento contenidas en el *IPoM* de septiembre. Comenta el señor Gerente que son múltiples los canales a través de los cuales el escenario global más complejo afectará el crecimiento económico en Chile el próximo año. Por un lado, se espera que el proceso de desapalancamiento en el sistema bancario global perdure por varios trimestres, o incluso años, lo que hace avizorar condiciones y costos de financiamiento externo que demorarán en volver a niveles previos a esta crisis. Por otro lado, indica que el menor dinamismo mundial repercutirá en la demanda por exportaciones chilenas, ello a pesar del crecimiento de economías como China e India. A lo anterior, se debe sumar el impacto que pueda tener en las decisiones de gasto de firmas y personas, la mayor incertidumbre sobre el desenvolvimiento del escenario macroeconómico.

Por otro lado, señala que el incremento en las holguras, a diferencia de lo previsto en septiembre, responderá a condiciones financieras más restrictivas por el deterioro del panorama internacional. En este escenario, la demanda interna mostrará mayores niveles de ahorro privado y una tasa de inversión a PIB que declinará levemente. El menor precio del cobre, sin embargo, tendrá un efecto de mayor magnitud en los ingresos fiscales, por lo que el déficit de cuenta corriente se ampliará hasta cifras entre 4 y 5% del PIB el 2009. Asimismo, el funcionamiento de la regla fiscal, junto con el grado de integración de la economía chilena a los mercados financieros globales, hacen prever que este déficit será financiable sin tensiones.

Por su parte, el peso chileno se ha depreciado con fuerza en las últimas semanas: 26% respecto del dólar y 16% en términos multilaterales, ambas cifras comparando el promedio de los diez días hábiles previos al cierre estadístico del *IPoM* de septiembre de este año. Ello ha llevado al tipo de cambio real a niveles por encima de sus promedios históricos. Su actual nivel es similar a los alcanzados en períodos de alta tensión financiera externa, como los del 2001 y 2002.

Comenta el Gerente señor Soto que los movimientos en las variables que habitualmente determinan el tipo de cambio, como los términos de intercambio, las condiciones financieras internas y externas, y la situación de las cuentas externas, son congruentes con una depreciación de la moneda, pero de una magnitud menor a la observada. Además, se estima que el tipo de cambio real bajo condiciones normales y de largo plazo en las variables que lo determinan debiese ubicarse bastante por debajo de su nivel actual. Agrega que en las proyecciones de inflación se utiliza como supuesto de trabajo que el tipo de cambio real no permanecerá en su nivel actual de forma indefinida, sino que convergerá en el curso del horizonte de política a valores congruentes con sus determinantes en el largo plazo.

Expresa el señor Gerente de Análisis Macroeconómico que la inflación anual del IPC volvió a aumentar en los últimos dos meses, llegando a 9,9% en su medición a octubre. Señala que este incremento de la inflación ha superado lo previsto en el *IPoM* de septiembre, en parte por los efectos inmediatos de la fuerte depreciación del peso y también por incrementos en precios específicos. En todo caso, la mayor parte de la inflación acumulada a octubre del 2008 sigue teniendo un origen eminentemente externo, en particular el fuerte incremento del precio de los alimentos. También menciona que los datos de inflación de los

4



dos últimos meses continúan mostrando una importante propagación de la alta inflación sobre otros precios, situación que no se prevé cambie sustancialmente en lo inmediato. Del mismo modo, la indexación a la alta inflación presente, provocará incrementos importantes en el costo de distintos servicios.

El Gerente de Análisis Macroeconómico comenta asimismo, que se estima que el efecto sobre la dinámica inflacionaria de corto plazo del brusco cambio en el escenario interno y externo, será del orden de medio punto porcentual de menor incremento de precios en un lapso de seis meses. A esto debe sumarse la fuerza desinflacionaria que se genere en el mediano plazo por el efecto de la menor demanda agregada y el incremento en las holguras de capacidad. Agrega que ese efecto de corto plazo es independiente del impacto que el mayor tipo de cambio ha tenido y pueda producir en la inflación, tanto porque atenuará la caída en el precio del petróleo y sus derivados como porque gatillará cláusulas de reajuste automático, contenidas en las fijaciones tarifarias de los servicios públicos.

Menciona también el señor Gerente que dentro de la evolución reciente de la inflación destaca la atenuación, e incluso caída, del precio de algunos alimentos. Esto, se estima, coincidiendo con la evolución que los precios de los alimentos básicos han tenido en el mercado internacional y que no se había visto reflejada en el mercado nacional. A corto plazo, se estima que la caída de los precios internacionales de los alimentos permite, al menos, esperar que en el mercado local ellos no vuelvan a aumentar con la fuerza que lo hicieron en el pasado reciente.

Considerado todo lo anterior, indica que en el corto plazo se estima que la inflación anual del IPC se mantendrá en niveles elevados, menores que el 9,9% registrado a octubre, pero aún muy por encima del rango de tolerancia de la meta de inflación. Agrega que hacia el mediano plazo, la acumulación de holguras de capacidad, la apreciación real prevista para el peso y el margen otorgado por los menores precios de los combustibles, proveerán de una significativa fuerza desinflacionaria.

De este modo, señala el señor Soto que revisadas las implicancias de los cambios en el escenario internacional sobre la economía chilena, es posible prever que la inflación se mantendrá en niveles altos por los próximos dos o tres trimestres, pero luego comenzará un período de rápida convergencia a la meta, la que se alcanzará en un lapso inferior al previsto en septiembre. Menciona que así, para comienzos del 2010, la inflación anual del IPC se ubicará en torno a 3%. Por su parte, la inflación IPCX1, tendrá en el corto plazo una trayectoria similar a la descrita para el IPC, pero su nivel será menor al de la inflación total y su convergencia a 3% será más rápida que la de la inflación total.

De otra parte, señala que coherente con la evaluación de que el actual escenario internacional tiene efectos desinflacionarios relevantes en Chile en el mediano plazo, las distintas medidas de expectativas de inflación han mostrado un descenso. La compensación inflacionaria 1 en 1 ha caído desde niveles de 5,5% a comienzos de septiembre, hasta 3,6% al cierre estadístico. Las compensaciones inflacionarias a mayor plazo muestran descensos menores, permaneciendo por sobre 4%. En el caso de la Encuesta de Expectativas Económicas, la inflación esperada a dos años también ha tenido una caída importante, desde 3,9% en la medición de septiembre a 3,4% en la de noviembre.

Al mismo tiempo, comenta que la estructura de tasas de interés, sobre todo en pesos, se desplazó significativamente hacia la baja, llevando a una trayectoria implícita de política monetaria bastante por debajo de la contenida en las expectativas a principios de septiembre. En tal virtud, considerando la información de las dos semanas previas al cierre estadístico de esta información, las distintas medidas de expectativas de mercado respecto de

4



la Tasa de Política Monetaria apuntan a que ésta se mantendrá en 8,25% hasta fines de este año y para fines del 2009, se espera un descenso de la Tasa de Política Monetaria, aunque con una alta dispersión en los cambios esperados: entre 50 y 175 puntos base, dependiendo de la medida que se considere. Indica que específicamente, a partir de la curva *forward* y la Encuesta de Expectativas Económicas de noviembre se deduce que la Tasa de Política Monetaria se ubicaría entre 6,5 y 6,75% a diciembre del 2009. Por otro lado, las tasas *swap* anticipan un descenso menos marcado, llegando a un nivel del orden de 7,6% a fines del 2009. Finalmente, como supuesto metodológico, las proyecciones implícitas en este documento consideran que la Tasa de Política Monetaria seguirá una trayectoria que, en el corto plazo, es comparable a la que se deduce de las distintas medidas de expectativas del sector privado vigentes en las dos semanas previas a su cierre estadístico. En el mediano plazo estas expectativas consideran recortes pronunciados de la Tasa referida, congruentes con la visión de que se producirá una desinflación acelerada.

En relación a los mercados financieros, el Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que se ha observado que desde la última Reunión de Política Monetaria se han producido caídas importantes en las tasas nominales, sobre todo en el BCP2. Lo anterior, acompañado por un aumento de las tasas reales más cortas en que también aumentó el BCU2. Asimismo, indica que las tasas reales un poco más largas se han mantenido y se ha observado una caída en las tasas *swap*.

Agrega que el tipo de cambio multilateral se depreció 3,8% desde dicha Reunión y que el tipo de cambio real se ubicaría en torno a 107 puntos base. Indica también que la depreciación se produjo en un contexto de fuertes caídas en los precios de los *commodities*, petróleo y cobre, pero además en un contexto de reducción importante de diferenciales de tasas, explicado por la caída de las tasas nominales y por riesgo soberano. Concluye el señor Soto que desde la última Reunión de Política Monetaria, el diferencial de tasas es capaz de explicar, en buena medida, la depreciación observada en las monedas.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que no resulta importante lo que sucede con la Tasa de Política Monetaria del día, sino que lo que interesa es su trayectoria para los próximos años, ya que es lo que afecta hoy día al tipo de cambio, respecto al nivel que éste tenía hace algunos años. Agrega, que el modelo que se presenta en esta ocasión, considera 48 meses y muestra que la estructura de tasa esperada en Chile *vis a vis* la esperada externamente, ha disminuido de manera muy significativa, producto de la caída de las tasas nominales de los bonos, y que lo mismo se aprecia con las de los *swap*, en que se preveían tasas más bajas. Asimismo, señala que el aumento del *spread* soberano ha compensado de cierta manera la caída de las tasas esperadas en el exterior.

El señor Ministro de Hacienda consulta si esta proyección a 48 meses significa la tasa en cuatro años o bien, algún tipo de promedio integral. Al respecto, el Gerente de División señor Pablo García señala que es un promedio integral de todas las Tasas de Política Monetaria mensuales, implícitas. El Presidente señor José De Gregorio indica que le parece que el punto central es que desde septiembre, las tasas largas han caído mucho más fuertemente en Chile que en el exterior.

El Consejero señor Manual Marfán sobre el mismo tema, menciona que tiene la impresión que se produce un problema cuando se proyecta de esa forma, porque cuando hay primas de riesgo que son las que se ajustan, entonces la interpretación es distinta. Señala a modo de ejemplo, que si por alguna razón en Estados Unidos de América y en Chile la prima de riesgo inflacionario es muy alta, en ambos países, con el referido modelo se interpreta que la tasa que se ajusta principalmente es la tasa nominal; en cambio en Estados Unidos de América la tasa que se ajusta es la tasa reajustada. En consecuencia, señala que si se produce ese



fenómeno, cae la prima de riesgo de inflación en los dos países lo que no necesariamente está reflejando un problema de expectativas cambiarias.

El Gerente de División Estudios señor García comenta, a modo de aclaración, que en el gráfico que se presenta se muestra tanto el diferencial en términos reales como en términos nominales y señala que las caídas han sido similares en ambos casos. Por tanto, le parece que estos efectos diferenciados en primas no juegan un rol muy significativo, dado el movimiento de los diferenciales en términos tanto nominales como reales.

El Presidente señor José De Gregorio señala que las tasas largas son las que tienen menor impacto en el tipo de cambio y que tal vez, para aclarar este punto, podría ser conveniente descomponer ese diferencial de tasa *versus* el riesgo país.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que la depreciación del peso se ha observado en muchas otras monedas y que, por ejemplo, se han apreciado también caídas fuertes en las tasas largas en el euro, el dólar australiano y el real.

El Gerente de División señor Pablo García señala que para los efectos de aclarar la lógica del ejercicio que se ha mostrado, comenta que no se trata de explicar lo que ha pasado con el tipo de cambio, sino que lo que quiere mostrar es si lo que se ha observado en términos de las variables corresponden a aquéllas que habitualmente se asocian con los movimientos cambiarios. Agrega que en general, no se puede explicar lo que sucede con el tipo de cambio.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que lo que se ha observado más recientemente es que los agregados monetarios han aumentado su tasa de crecimiento.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que respecto al crecimiento de este año de 4% – 4,1%, los analistas esperan una corrección drástica en el último trimestre. Consulta cuál es la percepción del mercado respecto del crecimiento de este último trimestre y del primer trimestre del 2009 o de esta corrección a la baja que se está señalando. A lo anterior, el Presidente señor José De Gregorio agrega que le parece que la pregunta correcta sería si se trata de la corrección del Banco Central de Chile o también la del mercado, o si el mercado ya estaba considerando un 4%.

El Gerente señor Soto señala que el mercado se ha ido corrigiendo lentamente, desde un 4,3% que consideraba el Banco Central de Chile hasta un 4%. Indica que a mediados de agosto, el mercado consideraba un 3,7% y que cuando se conoció el IMACEC favorable, inmediatamente el mercado corrigió la proyección en torno a un 4%. Agrega que ahora lentamente se han ido corrigiendo a la baja, más o menos en línea con lo que observaba el Banco Central de Chile.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García desea efectuar algunas observaciones sobre las colocaciones de la banca a 30 – 90 días. Señala que en primer lugar, de acuerdo a los datos del monitoreo de liquidez de las empresas bancarias, el flujo de vencimiento a 90 días, por el lado de las colocaciones, para tener algún tipo de magnitud respecto de este tipo de créditos, es de alrededor de US\$ 12 mil a US\$ 13 mil millones. En segundo lugar, señala que parte de este incremento en la tasa de colocaciones a 90 días, puede deberse, por ejemplo, a que parte del financiamiento del *factoring* se trasladó directamente a la banca, como consecuencia de que esa opción ha estado desapareciendo.

4



El Consejero señor Manuel Marfán menciona que solamente para efectos de recordar, desde hace algún tiempo al Banco Central de Chile no se le ocurría medir la evolución de los salarios, tomando el salario promedio, ya que éste tiene que ver con cambios en la composición. Señala que cuando se analizan las tasas de interés promedio, se debería construir un indicador de evolución de esas tasas, por ejemplo, para tener la tasa de interés *prime* de colocaciones, si es que ésta existiera y además graficarla.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García, sobre el particular, menciona que cree conveniente plantear dos aspectos. Uno, respecto de la tasa TAB, en el sentido que el problema que tiene es que no constituye una tasa que efectivamente se vea reflejada en una operación concreta, y que en cambio las otras tasas sí corresponden a operaciones concretas para calcular las tasas promedio. En segundo lugar, comenta que hace un mes y medio su Gerencia de División está planteando esta observación. En consecuencia, no constituye una novedad que se tengan tasas de colocación a 30 - 90 días, de 400 puntos base por encima de lo que se encontraban con anterioridad. Agrega que parte de la corrección de crecimiento para el primer trimestre del próximo año, es precisamente producto de la evaluación de cuánto afecta ésta a la demanda y a la actividad.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan agrega que el *factoring* constituye alrededor de un 1% de las colocaciones comerciales y no cree que ello pueda producir algún efecto importante. De todos modos, indica que se observan alzas y que las tasas de crédito de consumo han subido 400 puntos base, al igual que los préstamos comerciales. La diferencia que se observa es que las tasas de colocación de consumo que vienen en alza desde abril y mayo, tienen esta tendencia.

El Consejero señor Sebastián Claro hace presente que tiene algunas dudas respecto a las tasas de colocaciones. En primer lugar, señala que se ha producido un salto de 400 puntos base en dicha tasa y que gran parte de dicho aumento se está atribuyendo a que hubo un ajuste excesivo, pero que a lo mejor ya venía de un nivel relativamente bajo. Consulta en consecuencia, cuál es el nivel que corresponde realmente, atendida la indexación que tiene la economía. Agrega a lo anterior, que es cierto que las empresas se endeudan nominalmente para cerrar la caja, pero que le gustaría conocer cuál es el costo efectivo de eso, lo que depende de la capacidad para traspasarlo al servicio final. En consecuencia, comenta que con una inflación relativamente alta, a lo mejor las tasas de colocación que se están observando hoy son más altas que las históricas, pero no mucho más de los 400 puntos base que se han señalado.

El Consejero señor Manuel Marfán estima que es importante medir bien las cosas, es decir, en primer lugar, si lo que está ocurriendo es que están aumentando las tasas de colocaciones de los clientes *prime* o si está aumentando la estructura de los *spread*. Señala que en su comentario no está entregando una interpretación macro, sino que cree que lo que está ocurriendo es que si los clientes *prime* se están endeudando en Chile en lugar de endeudarse en el exterior, a lo mejor está aumentando su costo de fondo y está subiendo también toda la estructura de *spread* hacia el resto de los clientes, lo cual puede ser fuertemente contractivo de la demanda. Menciona el señor Consejero que puede ser que la masa laboral está aumentando porque se está produciendo un ascenso de personas desde salarios más bajos a salarios más altos, por las razones que sean. En consecuencia, estima que en la forma en que se mide la tasa de interés, que es un promedio, se están confundiendo variaciones de tasas de interés y cambios de composición.

h



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 130
Política Monetaria
13.11.2008

11.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que es posible crear una agenda para medir composición *versus* no composición en las tasas de captación nominales, pero cree que es un tema que no se puede resolver en el corto plazo, ya que habría que utilizar la base de deudores de la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras.

El Presidente señor José De Gregorio señala que en el tema inflacionario existen grandes incertidumbres y que le gustaría que en las discusiones se afinaran más aún las sensibilidades de un escenario incierto, por ejemplo respecto de qué pasaría si el petróleo llegara a 30 dólares el barril, que no es una situación en absoluto descartable, producto de la caída de su precio y su relación con el tipo de cambio.

El señor Ministro de Hacienda señala que a riesgo de ser reiterativo, le parece clave el ajuste endógeno del costo de endeudarse más allá de las decisiones de política monetaria, por las razones que sean. Agrega que puede ser que se estén haciendo mediciones incorrectas, que pueden tener en parte alguna razón, pero no puede explicarse todo el movimiento por decisiones endógenas de cambios en las percepciones de un eventual riesgo. Agrega que el hecho objetivo en una economía que es bastante dependiente del crédito, en un horizonte de 30 - 60 días, cualquiera sea la medición que se efectúe es que el costo esperado real reforzado con datos de inflación que en la información del Banco es cercana a 0 y - 0,1% en el caso de Celfin. Al respecto, se pregunta, en qué medida están incorporados en la información que se entrega y cuáles son las sensibilidades relevantes.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García señala que para el ejercicio de que se trata, se consideró la evaluación y la razón histórica entre la tasa de colocación, la inflación, la actividad económica, y la Tasa de Política Monetaria, y se sometió esa relación histórica en modelos de series de tiempo, al *shock* que se está presentando hoy en día. Lo anterior significó alrededor de un punto de menor crecimiento en el actual trimestre y algo más en el siguiente. Agrega que ese dato está contenido en la proyección y que además se reduce en torno a un punto la inflación a 6 meses plazo. Por otra parte, señala que en la proyección del Banco Central de Chile se está reduciendo la inflación a medio punto.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 130.

El Presidente señor José De Gregorio fija la Reunión de Política Monetaria del mes de mayo de 2009, para el día 7 de dicho mes.

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

El Gerente de División Estudios señala que en la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 8,25% anual, estimando que ello era necesario para reevaluar con mayor información el curso de la política monetaria contenido en el escenario base del *IPoM*. Aunque dicho curso contemplaba ajustes adicionales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta, el Consejo revisaría en sus futuras decisiones las implicancias que se derivarían de los desarrollos financieros sobre la inflación proyectada.

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

hp



En el ámbito internacional, se logró contener las tensiones en los mercados financieros gracias a las inusitadas intervenciones de los sistemas bancarios en las principales economías del mundo desarrollado, mientras los bancos centrales han continuado relajando sus instancias de política monetaria.

El Fondo Monetario Internacional y la Reserva Federal han implementado novedosas medidas de provisión de liquidez para economías emergentes. Indica que de todos modos, las primas por riesgo y la volatilidad de los mercados accionarios siguen siendo altas y las monedas de economías emergentes siguen depreciadas.

En este escenario, se anticipa que el crecimiento mundial para el 2009 se ubicaría entre 2% y 2,5% y con menores precios de los *commodities* y de las condiciones crediticias que seguirán siendo estrechas.

Menciona el Gerente de División Estudios que las tensiones en los mercados monetarios locales amainaron gracias a la implementación de diversas medidas por parte del Banco Central de Chile, pero el costo del crédito y las condiciones crediticias continúan estrechas. Por su parte, indica que el peso se ha mantenido en niveles depreciados y con significativa volatilidad. Señala también, que se estima que, por ahora, las cifras internas de actividad y demanda no reflejan el impacto del cambio del escenario macro durante septiembre y octubre, pero se prevé de todos modos que el crecimiento del PIB y de la demanda interna comenzarán a resentirse a partir de este trimestre, respecto de proyecciones previas.

Indica el Gerente de División señor García que aunque la inflación del mes de octubre sorprendió al alza, ello se debió fundamentalmente al efecto de la depreciación del peso y a los precios de productos perecibles además de la carne. Señala que las cifras de inflación subyacente estuvieron en línea con lo previsto, y algo por debajo en el caso de los alimentos no perecibles. Agrega que por el lado de los salarios, éstos siguen mostrando una dinámica compatible con patrones históricos, mientras las compensaciones inflacionarias se han mantenido bajas. Menciona que otras medidas de expectativas de inflación muestran reducciones moderadas.

Manifiesta el Gerente de División Estudios que los antecedentes anteriores, junto con la reevaluación del escenario internacional para el 2009-2010, llevan a configurar un nuevo escenario de mediano plazo, el cual contempla un crecimiento del PIB de 2,5% para el 2009 y una reducción rápida de la inflación, convergiendo a 3% antes de lo contemplado en el *IPoM* de septiembre. Indica que las expectativas privadas se encuentran globalmente en línea con este escenario, destacando que, a pesar de la significativa depreciación nominal y real del peso, las compensaciones inflacionarias se han reducido de manera significativa.

Comenta el Gerente de División Estudios señor García, que de las tres consideraciones tras la decisión de la Reunión de Política Monetaria del mes de octubre, esto es, la magnitud del efecto contractivo por condiciones crediticias internas más estrechas, un escenario internacional más deteriorado, y la persistencia del proceso inflacionario, la Gerencia de División Estudios ha llegado al juicio respecto de que las dos primeras alteran el escenario del *IPoM*, mientras que en el caso de la persistencia inflacionaria no se modifica la evaluación, controlado por las perspectivas de holguras de capacidad. Por lo tanto, señala que en esta ocasión las dos consideraciones relevantes para la decisión de política son: (i) las implicancias de política monetaria del nuevo escenario de mediano plazo que se presenta en esta Reunión de Política Monetaria; (ii) los riesgos asociados y la incertidumbre que aún persiste.

4



Indica el Gerente señor García que en relación al primer punto, la actualización del escenario base presentado en esta Reunión, resulta en una trayectoria para la Tasa de Política Monetaria que es plana por varios meses para luego, en la medida en que se comienzan a materializar mayores holguras de capacidad y una desinflación rápida, descender de manera significativa en el curso del año 2009, la que está en torno a 100 puntos base por debajo de la implícita en el *IPoM*. Por otra parte, señala que los elementos centrales que están tras esta dinámica inflacionaria son los siguientes. Como ya se mencionó, uno de ellos es la generación de holguras, del orden de 2% a 3% del PIB en el 2009, generado tanto por la evaluación de la Gerencia de División Estudios respecto del impacto en el crecimiento de las condiciones crediticias más restrictivas, como por el deteriorado panorama internacional de mediano plazo. El segundo, es la observación que más allá del efecto cambiario y de la generación de mayores holguras, la dinámica y propagación inflacionaria sigue una trayectoria congruente con el escenario del *IPoM*. Por último, el tercero es que la depreciación del peso es fundamentalmente transitoria y que se produce una convergencia a niveles coherentes con sus determinantes de largo plazo, en el curso de los próximos trimestres. Menciona el señor García que como se señaló, en este escenario la Tasa de Política Monetaria se mantendría en su nivel actual durante varios meses, por lo que es difícil argumentar a favor de una opción distinta de mantener la Tasa de Política en 8,25%.

Respecto del segundo punto, señala que es evidente que el entorno macroeconómico sigue siendo extraordinariamente incierto y volátil. En el ámbito internacional, y a pesar de la masiva intervención bancaria reciente, los mercados financieros e interbancarios globales siguen mostrando primas por riesgo de crédito y contraparte significativas a plazos medianos. Adicionalmente, indica el Gerente de División Estudios señor García que la magnitud y persistencia de la desaceleración internacional es aún materia de especulación, dependiendo en buena medida de la magnitud del proceso de desapalancamiento de las instituciones financieras hacia el 2009; el daño que finalmente se materialice en la calidad crediticia del sector corporativo global; y, la eventualidad de nuevas tensiones en mercados emergentes.

Hace presente el señor García, que en el ámbito interno, más allá de información casuística relativa a la mayor prudencia de los agentes y postergación de proyectos, todavía no se aprecia, en cifras macroeconómicas efectivas, el impacto concreto del cambio en las condiciones de financiamiento y la alteración del entorno externo, pudiendo ser este mayor o menor que lo que los patrones históricos sugieren y que han servido de base, como siempre, a la configuración del escenario de proyección presentado en esta Reunión de Política Monetaria. Señala además, que los costos de errar en el diagnóstico sobre la magnitud de estos efectos pueden bien ser asimétricos.

Adicionalmente, se estima que el traspaso de la depreciación a inflación en el mediano plazo sigue siendo moderado, una evaluación que es hasta ahora compartida por los mercados financieros, lo cual se observa en la fuerte caída que han acumulado las medidas de compensación inflacionaria y la estructura de tasas nominales. Indica que no se puede descartar, sin embargo, que si la economía finalmente es más resiliente que lo anticipado al cambio en el entorno internacional, el traspaso de la reciente depreciación sea mayor.

Señala el Gerente de División señor García que en la medida en que se ponderen de una u otra forma los riesgos antes mencionados, podría ser posible justificar incluir entre las opciones posibles un aumento o una disminución de la Tasa de Política Monetaria. Ambas alternativas, sin embargo, son difíciles de justificar en esta coyuntura. Por un lado, un aumento de la Tasa sólo se podría dar en un escenario claramente muy distinto al que se está planteando como más probable, por ejemplo si la coyuntura se ve alterada y se vuelve a un panorama de mediano plazo más parecido al del *IPoM* de septiembre, o porque la economía



real es mucho más resiliente al deteriorado panorama externo, con lo que las presiones inflacionarias no se disipan con la rapidez prevista. Por otro lado, una reducción de la Tasa de Política parece ser por ahora apresurada, debido a que la actualización del escenario base no sugiere reducciones de esta Tasa sino hasta que se materialice un escenario de menor inflación y crecimiento. Indica el señor García, que por todos estos aspectos, es difícil contemplar una opción distinta a mantener la Tasa de Política Monetaria en esta oportunidad.

Finalmente, hace presente el señor Gerente de División Estudios que con relación a los aspectos comunicacionales y tácticos, le parece importante destacar que, en esta ocasión, el mercado espera prácticamente por unanimidad una mantención de la Tasa de Política Monetaria y cualquier decisión distinta sería tomada con bastante sorpresa, dando cuenta de un escenario macroeconómico bastante distinto al que ha internalizado el mercado. Sin embargo, las proyecciones del nuevo escenario base que se divulgarán próximamente no son muy distintas a, por ejemplo, los contenidos en la Encuesta de Expectativas Económicas.

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

El Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann comenta que en relación al anuncio del Secretario del Tesoro de Estados Unidos de América señor Henry Paulson, respecto al plan de rescate, cree que pareciera ser que existe una clara línea argumental para favorecer lo que son los aportes de capital, lo que tiene dos aristas importantes de comentar. La primera de ellas está referida a que todavía existen dudas importantes respecto a la valoración de los activos tóxicos, tarea que en principio iba a corresponder al Tesoro de Estados Unidos de América, y que vuelve nuevamente con fuerza hacia el mercado, tarea que continuará hacia delante y que no es fácil de resolver, más aún cuando de acuerdo a la gráfica que se presentó en la Reunión de la mañana relativa al precio de viviendas, éstos deberían seguir cayendo y, por tanto, también en materia de morosidad se podría observar alguna novedad. Indica el señor Lehmann que la otra arista importante de destacar es que, relacionado también con lo que señaló el señor Secretario del Tesoro de Estados Unidos de América, existen algunas empresas, en particular vinculadas al sector automotriz en Estados Unidos de América, que están en una situación muy compleja, especialmente se sabe de General Motors. Agrega que en el mismo anuncio el señor Henry Paulson planteó que no estaría dispuesto, por ahora, a usar los recursos aprobados por el Senado, asociados al rescate de esos sectores en particular. Indica que lo anterior abrió fuertes dudas en los mercados respecto a algunas empresas en especial, provocando caídas importantes en las bolsas. Señala que lo citado ha llevado a que hoy se estén observando nuevamente volatilidades altas. Comenta el Gerente mencionado que se apreció en la mañana que la volatilidad del VIX había tendido a caer. Sin embargo, justamente a propósito de estas dudas, se han registrado aumentos relativamente importantes en el VIX, estando hoy en más menos 70%, con fuerte volatilidad de los mercados y, por tanto, allí todavía existe un camino por recorrer y preguntas importantes, respecto a la resolución de la crisis más allá de los efectos reales, que como se había comentado en la mañana, tienen un claro sesgo hacia la baja.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que no logra entender por qué los mercados castigan el hecho que el Gobierno de Estados Unidos de América no ayude a un sector en particular. El señor Gerente de División Estudios, contestando la consulta formulada por el Consejero señor Marfán, indica que su interpretación es que el mercado o los bancos, prefieren desprenderse de los activos tóxicos a que dichos activos se capitalicen.



El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux, sobre el particular, agrega que lo interesante es que el encargado de Hacienda de la Cámara de Representantes de Estados Unidos de América se manifestó muy contrario a la decisión sobre esta materia comunicada por el señor Henry Paulson.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco, en relación a lo comentado por el señor Vicepresidente, indica que tiene una interpretación distinta de la que se ha entregado, aunque no es necesariamente excluyente. En su opinión, cree que el mercado cayó porque ello revela la desorientación en que está el Gobierno de Estados Unidos de América. Agrega que el señor Henry Paulson le señaló al mundo que no haría un plan de rescate. Sin embargo, dos días después lo hizo. Indica que dos semanas después, este plan de rescate no era el que inicialmente iba a ser y ahora dice que en realidad será totalmente distinto al que inicialmente no iba a ser. En el almuerzo de los Ministros de América Latina con el señor Paulson el día 27 de septiembre, él expresó que de ningún modo iba a seguir el modelo británico y dos días después anunció que sí iba a seguir dicho modelo.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto señala que en la Reunión de la mañana presentó una proyección de 4,1% de crecimiento para este año. Menciona que en el *IPoM* se planteó el problema de dar proyecciones del segundo y tercer trimestre. Comenta el señor Claudio Soto, que se efectuaron las revisiones correspondientes y puede informar que ello significa una décima más de crecimiento para este año, respecto a la proyección que presentó. Con la revisión para el segundo y tercer trimestre podría ser un 4,2% y la demanda presenta una revisión de dos décimas para el año, hacia arriba.

Al respecto, el Presidente señor De Gregorio indica que se tiene una estimación hacia arriba de 4,2% y que ese es el número relevante para mañana.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco señala que comienza por constatar tres puntos, que a su juicio son bastante evidentes. En primer lugar, que el escenario internacional no mejoró y la persistencia real del problema financiero es aún mayor de lo que se preveía hace un mes. En segundo lugar, indica que a su juicio, en Chile se presenta un vuelco marcado tanto del comportamiento de la inflación futura, no pasada, como de las expectativas de inflación. Manifiesta el señor Ministro que tiene dudas que alguien en esta Reunión lo hubiese previsto hace un mes atrás. Agrega que cuatro meses de inflación cero es más pesimista respecto de la inflación que varias de las estimaciones del mercado, lo cual a su juicio es un vuelco decisivo. En tercer lugar, plantea que se está en una coyuntura internacional y en alguna medida también nacional, en que la incertidumbre es mayor que en ningún período, al menos desde que este Ministro está en estas actividades, probablemente en décadas, y es una circunstancia en la cual los modelos respecto de los que siempre hay que tener una cuota de escepticismo saludable, hoy eso debe ser aún mayor, y al menos en su visión del mundo, es posible que los modelos de verdad incorporen equilibrios múltiples, aún cuando no se conoce cómo se transita de uno a otro equilibrio o por qué transita de uno a otro. Señala el señor Ministro que esto le da un peso mayor al juicio que se requiere en estas decisiones, que lo que usualmente sería recomendable. Le parece que el grado de confianza que uno puede poner en proyecciones más o menos mecánicas es algo menor. Asimismo, señala que lo que se observa sin haber tenido el privilegio de escuchar las discusiones de muchos bancos centrales, pero lo que se infiere de sus acciones, es que muchos de ellos han dado bastante importancia al juicio respecto a una situación de gran incertidumbre en que hay alguna probabilidad, no se sabe de cuánto ha resultado negativo en lo que se refiere a actividad y posiblemente deflacionario. En otros países no así en Chile, eso ha llevado a bajas de la tasa de interés muchísimo mayor de lo que uno habría previsto y de lo que algunos modelos puramente convencionales habrían predicho, en países por ejemplo como Australia o Gran Bretaña. Sumando todo esto, señala que su comentario respecto a Chile es que la pregunta ha variado. Indica que la pregunta hace



un mes atrás era si existe algún escenario en el cual la política monetaria debe pasar de neutral o contractiva a expansiva y que la pregunta no es si eso debería ocurrir, sino simplemente cuándo. Señala el señor Ministro de Hacienda que comparte las Opciones que entrega la Gerencia de División Estudios, en el sentido que el cuándo aún no ha llegado, pero con la información disponible hoy se atrevería a asegurar que ese cuándo es más temprano que tarde y, por lo tanto, compartiendo la opción que la Gerencia de División Estudios plantea en esta ocasión, sospecha que en un mes más se estará discutiendo la magnitud de la baja de tasa que sea aconsejable efectuar en esa ocasión.

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

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que la información recabada el último mes da cuenta de varios fenómenos que afectan la decisión de esta Reunión. En primer lugar, señala que el dato negativo de inflación del mes de octubre confirma que la inflación sigue siendo el principal problema que actualmente enfrenta la economía chilena. Indica que la propagación continúa siendo alta y preocupante, y que el impacto del nivel y volatilidad del tipo de cambio se hace sentir en las medidas de inflación. En segundo lugar, comenta que ya es evidente que el mundo desarrollado se encamina hacia una desaceleración importante. Los datos de actividad y las reacciones de las autoridades monetarias y fiscales dejan entrever muy malas perspectivas para los países desarrollados. Sin embargo, el Consejero señor Claro señala que todavía existe mayor incertidumbre, respecto de la capacidad de los países emergentes de sostener un dinamismo razonable en la actividad, aunque sin duda ésta será corregida a la baja. En tercer lugar, se observa una caída importante en los precios de los *commodities*, lo que debiera contribuir a una menor inflación en el mediano plazo, en la medida que los movimientos del tipo de cambio sean acotados. Finalmente, en cuarto lugar, hace presente que las expectativas de inflación han disminuido significativamente, lo que representa un buen indicador. Sin embargo, estima que todavía se mantienen por sobre la meta en el horizonte de 2 años. Indica que los analistas, las encuestas y los precios de los activos financieros descuentan una caída de la Tasa de Política Monetaria a partir del primer semestre del 2009, pero sorprendentemente, las expectativas de inflación consistentes con esas trayectorias continúan por sobre el 3%.

Señala el Consejero señor Sebastián Claro que esta Reunión está acompañada de un informe que representa una actualización del escenario base del *IPoM* de septiembre y que la principal conclusión de este estudio, es que se está en un escenario donde aparecen con mayor fuerza algunos elementos que contribuirían a disminuir las presiones inflacionarias.

Indica el señor Consejero, que hay que distinguir entre las tres principales fuerzas que contribuyen a disminuir las presiones inflacionarias. Por una parte, los menores precios de los *commodities* son una realidad, el mercado espera ampliamente que se mantengan en rangos similares a los actuales en el futuro, por lo cual piensa que objetivamente constituyen una causa de menor inflación en el futuro. En relación al impacto de la menor actividad sobre las presiones inflacionarias, el Consejero señor Claro menciona que la intuición le indica que la economía chilena tendrá menor dinamismo, tanto por menor demanda externa como por mayores restricciones crediticias. Agrega al respecto, que los datos y los análisis internos hasta el momento sugieren que el impacto sobre la actividad en Chile debiera ser importante, pero acotado. Añade que las mayores restricciones al crédito se perciben claramente, aunque no es evidente su magnitud ni su impacto sobre la actividad. En opinión del Consejero señor Claro, existe una significativa incertidumbre en este ámbito, especialmente porque se venía de un periodo donde las condiciones del crédito eran excesivamente favorables, elemento que el Banco Central de Chile esperaba corregir. Indica que resulta esperable que el menor dinamismo en la actividad tendrá impacto sobre las presiones



inflacionarias, pero todavía resulta temprano evaluar la magnitud del impacto sobre la demanda y actividad y, por lo tanto, sobre la trayectoria de la inflación. Sobre el particular, el Consejero señor Claro estima que en ese ámbito, los riesgos sobre la actividad son a la baja, con su consecuente impacto sobre la inflación. Respecto de la trayectoria del tipo de cambio, señala que la actualización supone que la depreciación observada es fundamentalmente transitoria, y que durante el año 2009 se espera una apreciación real importante. Indica que este tema es de suma relevancia y, en las circunstancias actuales, le parece que los riesgos que la volatilidad cambiaria se mantenga elevada con mercados financieros internacionales tensionados, es alta.

Para el Consejero señor Sebastián Claro, mientras no exista evidencia de la magnitud y persistencia de estos efectos sobre la inflación, resulta en su opinión prematuro desviar la trayectoria de la política monetaria, especialmente en un contexto donde los riesgos - y especialmente los costos - que la inflación se mantenga alta son importantes. Agrega el señor Consejero que se centrará en los tres riesgos que considera más importantes.

En primer lugar, indica que la dinámica cambiaria es compleja y volátil, además que las perspectivas actuales impiden hacer descansar la caída en la inflación en los mecanismos mencionados anteriormente. Las presiones a un mayor tipo de cambio real de equilibrio en el mediano plazo debido a menores términos de intercambio, las restricciones al financiamiento en el exterior que se espera se mantengan elevadas en los próximos trimestres, y la alta volatilidad e incertidumbre en la demanda mundial por activos riesgosos, colocan dudas respecto que la situación actual refleje principalmente una sobre-reacción del tipo de cambio que debiera corregirse en el corto plazo, como supone la actualización del escenario base. Indica el Consejero señor Claro que en segundo término, el grado de indexación de la economía chilena es alto. Indica que resulta difícil medirla o resumirla en un coeficiente, pero los registros de inflación de los últimos meses y la evidencia casuística, sugieren que se puede estar frente a una dinámica inflacionaria que sea más pegajosa de lo sugerido por nuestros propios modelos. Finalmente, señala como tercer riesgo, que no se tiene espacio para errar en el lado de minimizar los riesgos que la inflación se mantenga alta.

Señala el Consejero señor Sebastián Claro que lo anterior lo lleva a plantear el siguiente dilema. La corrección esperada en demanda interna y actividad, así como los menores precios de los *commodities* debieran contribuir a una menor inflación en el mediano plazo, tal como el mercado ya lo anticipa. La velocidad e intensidad de estos efectos sobre la inflación es todavía muy incierta, y dependerá de cuan grande sea el menor dinamismo en la actividad y demanda doméstica, de la dinámica del tipo de cambio y del grado efectivo de inercia que presente la inflación. Agrega que ninguno de estos tres elementos está todavía aclarado y cree que tampoco lo estarán en el corto plazo.

En opinión del Consejero señor Sebastián Claro, mientras no exista una relativa certeza que el proceso de convergencia de la inflación a la meta es inequívoco, piensa que corresponde mantener la Tasa de Política Monetaria. Por su parte, menciona que la alta y generalizada inflación no permite iniciar un proceso de baja en la Tasa hasta que exista evidencia clara de una desinflación importante, de la materialización de holguras en capacidad, de grados acotados de inercia en la inflación, y de estabilidad cambiaria.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, manteniendo el sesgo neutral en el Comunicado.

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

PC



Señala el Consejero señor Marshall que la profundización y extensión de la crisis financiera internacional ha llevado a efectuar una actualización del escenario base. Agrega, que sin perjuicio del alivio que se ha producido en los mercados monetarios internacionales en las últimas semanas, la crisis ha traído consigo un cambio muy significativo en la economía mundial, con fuertes repercusiones en las economías emergentes, incluida la nuestra. En ese sentido, indica el Consejero señor Marshall que las señales que se han recibido en el último tiempo apuntan todas en la misma dirección: deterioro de las expectativas, endurecimiento de las condiciones financieras, desaceleración de la actividad real, especialmente en las economías avanzadas; apreciación del dólar y desplome en los precios para las materias primas. En este contexto, comenta el señor Consejero que las proyecciones de crecimiento se han ajustado significativamente a la baja y las expectativas de inflación se han moderado. Hace presente también que existen muchas incertidumbres debido a que la crisis se encuentra aún en desarrollo, razón por la que se debe permanecer atento a posibles desviaciones respecto de lo que se considere como el curso o evolución más probable de la economía mundial. Menciona que a estas alturas, por ejemplo, no se sabe exactamente cuán profunda y larga será la recesión en las economías avanzadas, ni tampoco cuál será la magnitud del impacto en las economías emergentes.

Hace presente el Consejero señor Enrique Marshall que en el frente interno, el cuadro macro sigue siendo muy complejo. La crisis ha provocado un deterioro brusco en las expectativas de los hogares y las empresas, lo que contribuirá a desacelerar la demanda y, en particular, aquellos componentes más sensibles al ciclo. Adicionalmente, señala que los bancos han reaccionado al nuevo entorno financiero global, endureciendo las condiciones crediticias. Agrega que los datos disponibles sugieren que la percepción de riesgo de crédito ha aumentado en forma considerable, lo que se ha traducido, entre otras cosas, en un alza de las tasas de interés cobradas a los clientes de varios puntos porcentuales, lo cual también tendrá un impacto sobre la demanda. Indica el señor Consejero que lo más probable es que estas fuerzas operen con mayor intensidad en el curso del próximo año y que perduren durante varios trimestres, entre otras cosas, porque el crédito interno, después de varios años de rápida expansión, entrará en una etapa de moderación y ajuste que necesariamente tomará tiempo.

Comenta el Consejero señor Enrique Marshall que las cifras de actividad y empleo que se han conocido recientemente reflejan, en lo fundamental, las tendencias que se observaban. Señala asimismo, que el IMACEC de septiembre sorprendió más bien al alza, en tanto las cifras de empleo siguen siendo positivas. Sin embargo, hacia delante se espera una desaceleración de la actividad y el empleo, que se intensificaría en el curso del próximo año. Indica que la inflación anual sigue siendo alta y las cifras de octubre sorprendieron más bien al alza. Agrega que aunque se sigue observando propagación y no se advierte todavía un cambio en la dinámica inflacionaria, las proyecciones sugieren registros mensuales más bien bajos para los próximos meses, particularmente por un menor precio de los combustibles.

Por su parte, menciona que las remuneraciones siguen observando un crecimiento moderado, similar al de meses anteriores.

Comenta el Consejero señor Marshall que donde sí se advierte un cambio apreciable es en materia de expectativas de inflación, las que se han ajustado a la baja en forma importante. Congruente con ello, señala que las expectativas para la Tasa de Política Monetaria han sido corregidas. El mercado espera que la Tasa de Política Monetaria permanezca en su actual nivel por algunos meses y luego comience a descender. Le parece que las apreciaciones varían, sin embargo, en cuanto a la velocidad e intensidad del ajuste en un horizonte de mediano plazo. Menciona que en suma, el escenario macro ha cambiado abruptamente en los últimos dos meses y al *shock* inflacionario que se ha conocido, se ha



agregado ahora un *shock* financiero con efectos adversos sobre las condiciones crediticias, la demanda y la actividad, lo que se manifestará con fuerza en el mediano plazo.

Señala el Consejero señor Enrique Marshall que el dilema para la política monetaria es complejo, porque los efectos desinflacionarios de este *shock* financiero son difíciles de anticipar con precisión y operarán con algún rezago. En este contexto, cree que la opción de política que surge con mayor nitidez es la de mantener la Tasa de Política Monetaria en su actual nivel, fundamentándose, en primer lugar, por el alto nivel que registra la inflación anual y por el desafío que implica todavía su convergencia. En esa misma línea, le parece recomendable que los registros mensuales de inflación muestren un quiebre de tendencia, antes de proceder a efectuar un recorte de la Tasa de Política. Además, se debe señalar que la Tasa de Política Monetaria se ubica actualmente por debajo de la trayectoria contemplada en nuestro último Informe, de manera que la decisión de mantenerla implica de por sí una verdadera rebaja respecto de dicho nivel.

Por otra parte, el Consejero señor Enrique Marshall señala que descarta completamente la opción de subir la Tasa, pero admite que la opción de efectuar un recorte merece atención y en ese sentido, señala que tiene un matiz de diferencia con la Minuta de Opciones presentada por la Gerencia de División Estudios. Manifiesta que se puede argumentar que la severidad del golpe a las expectativas provocada por la crisis, los cambios en las preferencias por riesgo y, en particular, el endurecimiento de las condiciones crediticias, requiere o requerirá próximamente de una acción de política más decidida. Señala también que como la tasa efectiva enfrentada por los clientes ha subido en varios puntos porcentuales, como resultado de la percepción de un mayor riesgo de crédito, ello abriría espacio para un recorte en el nivel de la Tasa de Política Monetaria. Admite, sin embargo, que el diagnóstico sobre lo que está ocurriendo con las políticas crediticias de los bancos es aún preliminar y requiere ser confirmado y perfeccionado antes de servir de base para una acción de política. Agrega el Consejero señor Marshall que también le asigna un cierto peso a que el mercado, en forma mayoritaria, espera que la Tasa de Política Monetaria no sufra cambios en esta oportunidad. Agrega que todo lo anterior, lo lleva finalmente a dejar de lado la opción de una rebaja. Por lo demás, cree que si la Tasa de Política Monetaria permanece en su actual nivel, queda abierta la posibilidad de reaccionar en los próximos meses con la intensidad que se estime necesaria. En todo caso, indica el señor Consejero que lo importante es dar cuenta de los cambios en el escenario base y entregar una señal clara sobre la orientación de la política monetaria hacia adelante.

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

Antes de continuar con la votación de los señores Consejeros, el Presidente señor José De Gregorio ofrece la palabra al señor Ministro de Hacienda, quien desea efectuar un alcance a la intervención que efectuara con anterioridad.

El señor Ministro comenta que al escuchar los fundamentos de la votación efectuada por el Consejero señor Enrique Marshall, se percató que en su intervención se expresó en forma poco clara en un aspecto y que le gustaría consignarlo para efectos de la elaboración de la Minuta. Agrega que concuerda con la alternativa final que plantea la Gerencia de División Estudios, en cuanto a mantener, pero no en cuanto a las opciones que ofrece, porque habría preferido que en ellas se incluyera la posibilidad de efectuar un recorte de la Tasa de Política Monetaria.

El Presidente señala que después de esta aclaración continúa la votación.

per h



El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis efectuado por el *staff*, que en esta ocasión incluye una muy útil actualización del escenario macro del *IPoM*, el cual se ha visto modificado de manera significativa por los eventos recientes de la economía internacional y doméstica.

Señala que algunos de los aspectos más relevantes que cabe consignar y que no estaban considerados evidentemente en el escenario anterior, son la caída en los precios de los *commodities*, siguiendo los del cobre, el petróleo y los alimentos; la desaceleración de la demanda de la actividad internacional y especialmente de las perspectivas para estas variables hacia delante; la persistencia de las tensiones financieras y, finalmente, el pesimismo y la amplitud de los escenarios alternativos.

Menciona el Consejero señor Marfán que las economías emergentes más endeudadas, muestran pocos grados de libertad para impulsar políticas anticíclicas, como lo refleja el aumento de las tasas de interés largas en sus respectivas monedas.

Señala el señor Consejero que la economía chilena se distingue una vez más en la región, por la reducción de las tasas largas domésticas reflejando, a su juicio, un mayor margen de maniobra para la política económica.

Manifiesta el Consejero señor Manuel Marfán que en el escenario de septiembre se contemplaba una política monetaria fuertemente más contractiva, de manera de generar un aumento moderado de la brecha del *PIB* y de ese modo reducir las presiones inflacionarias a lo largo del horizonte de política. Agrega, que en el escenario actual esa mayor brecha del *PIB* moderada se produce sin la necesidad de una política monetaria activa. Por el contrario, el actual escenario central supone una mantención de la Tasa de Política Monetaria durante algunos meses, para posteriormente converger hacia un nivel más bajo.

Le parece que de las diversas variables macro actuales hay dos que, a su juicio, están francamente desalineadas respecto de cualquier equilibrio estacionario razonable. Señala que la primera es la tasa de inflación en doce meses, que hoy es cercana al 10%, y el segundo es el tipo de cambio real que está también, de acuerdo a las estimaciones, desalineado fuertemente respecto de sus fundamentales de largo plazo. En opinión del Consejero señor Marfán, mientras estas dos variables se mantengan desalineadas, es imprudente pensar en una reducción de la Tasa de Política Monetaria y en ese sentido descarta en la actualidad esa posibilidad. Al mismo tiempo, estima que dadas las perspectivas también encuentra acertada la posición formulada en la Minuta de Opciones, en el sentido de descartar un aumento de la Tasa.

Por las razones expuestas, manifiesta el Consejero señor Manuel Marfán que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria, manteniendo un sesgo neutral en el Comunicado. Agrega que hasta el próximo *IPoM* no existe en el escenario base necesidad de introducir movimiento en las tasas de política y que el grueso de lo que va a justificar esta decisión estaría contenido en la actualización del escenario que se dará a conocer próximamente.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que la decisión de hoy, al igual que en octubre pasado, está marcada por la profundización de la crisis financiera internacional. En dicha Reunión, el Consejo optó por mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria para evaluar con mayor información su curso futuro, después de tomar en cuenta los nuevos antecedentes. Menciona el señor Vicepresidente que desde entonces se han reducido las tensiones en los mercados financieros de países desarrollados, gracias a la resuelta intervención de autoridades monetarias, fiscales y multilaterales. Sin embargo, las perspectivas



de la economía mundial se han deteriorado adicionalmente, previéndose ahora una recesión en el mundo desarrollado y un menor crecimiento en el mundo emergente, por un período que se extendería hasta fines del año 2009.

Agrega el señor Vicepresidente que la mayor incertidumbre financiera de las primeras dos semanas de octubre también afectó los mercados financieros locales, situación que tendió a normalizarse luego de la implementación de una serie de medidas por parte del Banco Central de Chile y el Ministerio de Hacienda. Pese a ello, las condiciones para otorgar créditos se han tornado más restrictivas, y el peso se ha depreciado en un 26% desde el cierre del *IPoM* de septiembre. Indica que hasta ahora, el impacto interno de la crisis financiera internacional se ha limitado al plano financiero, y que es previsible que ello tenga consecuencias contractivas sobre la actividad. Señala que paralelamente, se han ido reduciendo marcadamente las expectativas de inflación del mercado, pese a un elevado registro de inflación en el mes de octubre.

Hace presente el Vicepresidente señor Desormeaux que en los próximos trimestres la economía chilena absorberá, además, las repercusiones de la crisis sobre el sector real, a través de su impacto sobre las exportaciones, los términos de intercambio y la inversión extranjera, entre otros canales de transmisión. Comenta que estos desarrollos tienen consecuencias de primer orden para la política monetaria y, por lo tanto, resulta clave la evaluación de la Gerencia de División Estudios sobre el impacto conjunto de estos desarrollos, -financieros y reales- sobre la inflación proyectada, y la trayectoria ideal de tasa de política monetaria que resulta de este ejercicio. Indica que el trabajo presentado por la Gerencia de División Estudios, provee la información necesaria para la decisión de hoy, la cual se encuentra claramente explicitada en el documento de antecedentes preparado para esta Reunión.

Para el señor Vicepresidente, el mensaje principal de este ejercicio -que como es obvio está sujeto a riesgos- es que la desaceleración global va a generar holguras de 2 a 3 puntos del *PIB* el año 2009, a lo que se agrega la proyección que una parte de la reciente depreciación del peso sería transitoria. De lo anterior, se desprende una trayectoria para la Tasa de Política Monetaria que se encuentra 100 puntos base por debajo de aquella implícita en el *IPoM* de septiembre.

Comenta el Vicepresidente señor Desormeaux que este escenario está sujeto a riesgos considerables, incluyendo una posible profundización de la crisis internacional, así como una mayor repercusión en el plano interno. Comenta que sobre la base de la información disponible al día de hoy, es difícil justificar una decisión diferente que la de mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, tal como lo plantea el documento de Opciones. Le parece que la opción de aumentar está descartada en este escenario, y la de reducir es ciertamente prematura, en tanto no se configure un escenario de menor inflación, expectativas de inflación más cercanas a la meta en el horizonte de 24 meses, y una progresiva ampliación de holguras en el sector real.

Finalmente, el señor Vicepresidente señala que el poder de la política monetaria depende no sólo de su nivel actual, sino también de la información que se provea sobre su trayectoria futura. Desde esta perspectiva, la existencia de un nuevo escenario base con una trayectoria de la Tasa de Política Monetaria que se encuentra por debajo de los valores previstos en el *IPoM* de septiembre, también debe formar parte de la información que se entregue al público, lo que está previsto que ocurra con la próxima publicación del "Documento de Actualización del Escenario de Proyecciones".

pc hp



Por las consideraciones expuestas, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que vota por la mantención de la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual de 8,25% anual, manteniendo un sesgo neutral en el Comunicado.

El Presidente señor José De Gregorio manifiesta que en un escenario de alta incertidumbre, hay algunas tendencias relativamente claras en el ámbito externo e interno. En el primero, indica que está claro que las economías desarrolladas entrarán en un período de recesión, cuya duración es aún incierta. La extrema turbulencia en los mercados financieros internacionales ha amainado, pero siguen prevaleciendo condiciones muy estrechas. Las repercusiones de la crisis financiera global se están comenzando apreciar en los países emergentes. Señala que en este escenario de debilidad global, se observa una importante caída en los precios de los *commodities*, lo que anticipa un panorama de caída de la inflación en el mundo, lo cual unido a la fragilidad de sus economías, ha llevado a muchos bancos centrales a reducir sus tasas de interés. Por último, a juicio del Presidente señor De Gregorio, los riesgos en el ámbito internacional son de una mayor debilidad que la prevista hasta hoy.

Señala el señor Presidente que en el ámbito interno ya se comienzan a observar algunos efectos reales de la actual crisis, los que comenzaron por transmitirse a través del estrechamiento de las condiciones de liquidez, las que fueron aliviadas por acciones de política económica, pero persiste una mayor percepción de riesgo, lo que ha resultado en un aumento de las tasas de colocación. Comenta que los reales efectos se sentirán también en una caída de la demanda por las exportaciones. Mención especial es la severa caída del precio del cobre. No obstante, señala que la economía está bien preparada para absorber este *shock*, principalmente por la conducción de la política fiscal y la flotación cambiaria. Desde el punto de vista de las perspectivas económicas, la buena noticia viene por la caída del precio del petróleo, la cual debiera aliviar la elevada inflación y resultar en una caída de costos para el sector productivo.

Manifiesta el Presidente señor De Gregorio que la noticia inflacionaria del último mes fue algo por encima de las expectativas, aunque estima que se debe reconocer que sorprendió menos que al sector privado, pues en las estimaciones ya se ha contemplado algo más de propagación que la habitual. En este contexto, y con la inflación muy elevada, el desafío de la política monetaria es complejo. Señala que se debe asegurar que la propagación sea limitada y que la caída de la inflación mundial se transmita a la economía nacional. Indica que la elevada depreciación del peso, al igual que la de muchas otras monedas en el mundo, en especial en los países exportadores de materias primas, ha atenuado la caída de los precios internacionales, pero cree que se está todavía lejos de eliminar dichos efectos. Asimismo, indica que las cifras sobre la evolución de los salarios muestran que éstos no están causando persistencia inflacionaria y que de continuar su curso actual, debieran seguir una evolución coherente con una trayectoria de caída de la inflación y, por lo tanto, contribuir a suavizar el ajuste de la economía.

El Presidente señor José De Gregorio indica que es por lo anterior, que en el escenario más probable se debiera observar una caída de la inflación algo más rápida que la prevista en el último *IPoM*, pues contrario a lo supuesto en dicho ejercicio, el mundo sí contribuirá a la reducción de la inflación, por su impacto directo en el precios de los *commodities*, así como por la probable ampliación de la brecha de capacidad causada por la severa caída de demanda externa. Indica que estos desarrollos tienen implicancias sobre la trayectoria de la política monetaria, necesaria para alinear la inflación con nuestra meta.

24



El señor Presidente señala que ciertamente, la política monetaria debe ser menos restrictiva que la prevista en nuestro último *IPoM*, pues el ajuste está ocurriendo sin necesidad de subir la Tasa. Agrega que de hecho, las últimas proyecciones indican que la desaceleración de la demanda y de la actividad interna serán superiores a las previstas en septiembre. Con todo, la inflación sigue elevada y por ello hay que mantener un monitoreo cuidadoso de su propagación. Asimismo, comenta que la economía no tendrá un mejor desempeño si se descuida la convergencia de la inflación a la meta. Señala que es por ello, que aunque las señales de actividad y las externas pudieran sugerir la necesidad de bajar la tasa de interés, le parece mucho más apropiado, en esta oportunidad, mantener la Tasa de Política Monetaria a la espera de noticias que aseguren, con algo más de certeza, la caída de la inflación. Más aún, aunque le parece descartable subir la Tasa de Política en esta Reunión, tampoco estima prudente anunciar algún tipo de sesgo en el Comunicado, pues aún es necesario confirmar el escenario más débil de actividad que se ha discutido hoy y sus consecuencias inflacionarias. El señor Presidente indica que no le parece que con la información disponible se pueda asegurar que en el corto plazo se reducirá la Tasa de Política Monetaria, aún cuando lo considera como lo más probable dado los niveles de incertidumbre sobre la dinámica de la economía, en particular la inflacionaria, que son tan elevados que es prudente mantener cautela en el Comunicado.

Por las razones expuestas, el Presidente señor José De Gregorio señala que vota por mantener la Tasa de Política Monetaria en 8,25%.

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

130-01-081113 – 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.

Esta decisión es congruente con una actualización del escenario base del último *IPoM* que realizó el Consejo, debido al drástico cambio observado en el escenario global y su impacto sobre la inflación proyectada. Esta actualización se hará pública mañana a las 16:30 horas.

En el ámbito externo, las medidas adoptadas por diversos bancos centrales y autoridades gubernamentales han logrado evitar escenarios más extremos, aunque el acceso al crédito y los precios de los activos siguen reflejando altas tensiones. Los mercados anticipan una desaceleración significativa de la economía global y los precios de los productos básicos, en particular los del cobre y del petróleo, han caído de manera importante.

En el plano interno, la información disponible de actividad para el segundo semestre es coherente con una expansión anual mayor que en la primera mitad del 2008, pero en una trayectoria de desaceleración. Aunque la demanda interna continúa creciendo a tasas interanuales elevadas, se aprecia un menor dinamismo en algunos componentes del consumo durable. El desempleo se ha mantenido estable y persisten condiciones crediticias estrechas.

34



BANCO CENTRAL DE CHILE

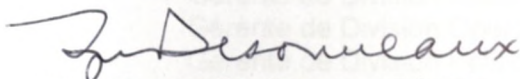
Sesión N° 130
Política Monetaria
13.11.2008

24.

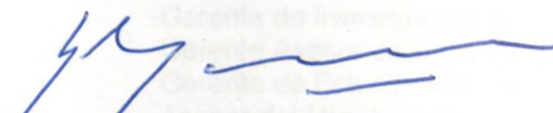
En octubre la inflación mensual fue alta y las distintas medidas de inflación subyacente siguen elevadas. Por su parte, la dinámica salarial continúa ajustada a patrones históricos y las expectativas de inflación de mediano plazo se han reducido.

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."

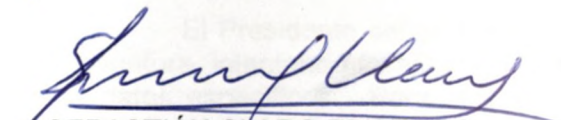
El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18:15 horas.

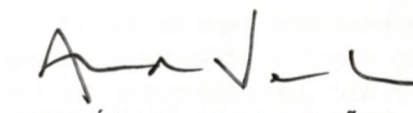

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente


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)