



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESIÓN DE POLÍTICA MONETARIA N° 132 celebrada el 11 de diciembre de 2008

En Santiago de Chile, a 11 de diciembre 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;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali;
Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva;
Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo;
Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan;
Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete;
Gerente de Análisis 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 Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos;
Asesor del Ministerio de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes;
Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes;
Economista Senior, doña Erika Arraño González;
Economista, doña Mariana García Schmidt; y
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

El Presidente señor José De Gregorio señala que el formato para esta Reunión de Política Monetaria será similar a la de la Reunión anterior y, por consiguiente, en primer término se efectuará la presentación, con algunas preguntas aclaratorias, para después tener una discusión más general de la coyuntura.

Por otra parte, agrega el señor Presidente, que para dar cumplimiento al Reglamento del Consejo corresponde fijar la fecha de la próxima Reunión de Política Monetaria, la que se realizará el día martes 16 de junio de 2009.

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 los indicadores de actividad en economías desarrolladas resultan aún más débiles de lo esperado, consolidándose un panorama de inflación global. Agrega, que los Bancos Centrales de Estados Unidos de América y de Europa, responden con agresivos recortes de tasas de interés, si bien los mercados interbancarios de economías desarrolladas han tendido a normalizarse, aún se muestran tensionados. Asimismo, se advierte que la incertidumbre y aversión al riesgo se mantienen elevados y que finalmente, los precios de los *commodities* retroceden de manera significativa.

Señala, que con respecto a los mercados interbancarios se observa que el OIS ha tendido a caer, sin embargo se mantienen en niveles excepcionalmente altos. Por otra



parte los mercados si bien en el margen han tendido a caer si uno compara con la última Reunión de Política Monetaria, de todos modos se mantienen en niveles elevados en torno a 60%. Indica el señor Lehmann que en cuanto a las percepciones de riesgo de la banca, estas han tenido cierta volatilidad, particularmente en Estados Unidos de América, luego de la caída de Lehmann & Brothers y vuelven a aumentar en lo más reciente, producto de las confianzas y preocupaciones respecto a Citigroup, tras la intervención y apoyo del gobierno de Estados Unidos de América, se observa una nueva caída, pero igualmente como ha sucedido con los spreads, se mantienen en niveles particularmente elevados, e igualmente ocurre en el caso de los Bancos de Europa y Reino Unido.

Comenta el señor Lehmann que respecto a las condiciones crediticias, las cifras al tercer trimestre se han tendido a ajustar, según la encuesta que se realiza de manera muy análoga en la Zona Euro, Estados Unidos de América, Reino Unido y Japón. Asimismo reitera que las condiciones crediticias han tendido a comprimirse muy fuertemente, particularmente en el caso de Estados Unidos de América y los *spreads* de bonos corporativos también están mostrando tasas particularmente elevadas, esto es, en torno a 350 a 400 puntos base. Continúa su exposición el señor Lehmann señalando que se aprecia en los gráficos una serie larga, que de alguna manera permite dar cierta perspectiva a esa cifra desde el año 1920 hasta la fecha. Agrega a su comentario, que el *spread* corporativo solamente es inferior a la cifra que se alcanzó tras la crisis de los años 30.

Por otra parte, menciona, que la recesión ha llegado a las economías desarrolladas, y que la cifra para el tercer trimestre para Estados Unidos de América, considerando las descomposiciones de los distintos componentes de la demanda, muestran una importante contracción en el consumo privado, lo cual originó un crecimiento negativo al tercer trimestre de este año. Asimismo, la trayectoria para la variación trimestre a trimestre anualizada, proyectada por el promedio de los bancos de inversión. Señala también que en este trimestre en particular, la caída del PIB sería en torno a 5% y los siguientes trimestres también se presentan negativos y recién a mediados del año 2009 se empiezan a observar algunas cifras positivas.

Hace presente el expositor que en el caso de la Zona Euro se aprecia algo similar, en el sentido que ya se obtienen también cifras negativas en el tercer trimestre, y que se observa un cuarto trimestre aún más pesimista y que solo hacia mediados del año 2009 se empezarían a mostrar algunas cifras positivas. Agrega, que se ha incluido también Japón que desde hace algún tiempo muestra cifras negativas, y solamente se observaría alguna recuperación hacia mediados del año 2009.

Comenta el señor Lehmann que hoy también se conoció un dato respecto a desempleo que mostró un alza importante, lo cual revela una fuerte debilidad que está impactando el consumo.

Por otro lado menciona que las economías desarrolladas han respondido con recortes de la Tasa de Política Monetaria y a este respecto se observan la trayectorias que han tenido las tasas en el Reino Unido, Estados Unidos de América, Zona Euro y Japón, y cuáles son las perspectivas que se aprecian hacia delante que incluyen trayectorias más bajas de lo que se preveía hace un mes atrás, particularmente en el caso del Reino Unido y en algún grado también en Estados Unidos de América lo mismo que en el caso de Europa. Indica que lo anterior no ha sido una situación exclusiva de estas tres principales economías, sino que también, se han observado recortes importantes en Suecia.

Agrega, que el Reino Unido presentaba un record en cuanto a recortes de tasas acumulados; en Suiza la tasa queda en 0,5%, y en el día de hoy también otras economías recortaron tasas, por ejemplo Corea lo hizo en alrededor de 100 puntos base, Sudáfrica 50 puntos base y Taiwán 75 puntos base y señala que si se incluyeran otros países puede



indicarse que claramente existe una tendencia, en que las únicas excepciones son Rusia y Hungría, por razones distintas de actividad, explicado básicamente por las dificultades financieras que se están enfrentando, en particular en el caso de Hungría. Sin embargo, se espera que gran parte de los aumentos que se han efectuado se reviertan rápidamente durante el primer trimestre del próximo año.

Menciona que en este escenario de recesión, instrumentos seguros llevan a las tasas largas en dólares, a mínimos históricos. Al respecto comenta que observando la trayectoria de las tasas de interés a diez años ésta está en torno a 2,7% y resultando la más baja que se registra desde la serie del año 60 y algo parecido está sucediendo con la tasa a dos años y tal como se ha recogido en alguna prensa, las tasas a tres meses del Bono del Tesoro incluso se encuentran circunstancialmente con niveles negativos, pero muy cercanos a cero.

El Consejero señor Sebastián Claro hace presente que entiende que una situación similar se presenta en algunos países de Europa. El Gerente de Análisis Internacional comenta que efectivamente la situación planteada se aprecia en algunos países, particularmente, en el caso de los bonos alemanes que también han sufrido caídas muy importantes.

Sobre la misma materia el Presidente señor José De Gregorio hace presente que las tasas en general, de todos los bonos han estado cayendo y que en caso de Estados Unidos de América ella ha sido más importante. El Consejero señor Manuel Marfán señala que esta situación se refiere particularmente a los bonos soberanos.

El señor Presidente agrega a este último comentario que la tasa de los bonos de gobiernos también han disminuido en todo el mundo pero que en Estados Unidos de América ha sido aún más relevante, mayor de 100 puntos base, en cambio en otras economías son del orden de 50 y 20 puntos base.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Lehmann señala que lo que se presenta en esta ocasión es el mínimo histórico de lo que se registra hoy. Agrega, que las perspectivas de crecimiento mundial vuelven a reducirse y solamente quiere dar cuenta que se presenta una revisión generalizada de la economía. Con respecto a lo anterior quiere mencionar que en el caso particular de China, considerando las cifras sobre exportaciones netas le parece probable que ésta pueda tener una variación adicional hacia la baja y que la debilidad en Asia es mayor de lo que se había anticipado y también hoy la proyección del crecimiento para Estados Unidos de América podría ser más elevada que lo que se observa.

En lo que dice relación a los flujos de capitales de economías emergentes, se aprecia en lo más reciente que las salidas de capitales han continuado, excluyendo la situación de Asia, incluyendo Japón; Latinoamérica y los datos acumulados para economías emergentes que están presentando salidas de capitales relativamente importantes.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta si en el caso de los países emergentes en América Latina, esta situación se refiere especialmente a Brasil. El señor Lehmann responde que efectivamente se refieren a dicho país, ya que aproximadamente desde junio de este año ha presentado una salida importante de capitales, que se ve acentuada precisamente en septiembre.

Con respecto a los premios por riesgo, en economías emergentes, reitera que éstos se han mantenido elevados, lo que es coherente con la referida salida de capitales. Comenta también, que en el caso de los bonos corporativos, Chile de todos modos se mantiene a un nivel muy por debajo de lo que se ha registrado en términos de alza en otras economías emergentes. Por su parte, señala que los bonos soberanos han mostrado cierta volatilidad en el último período en Chile, en particular se ha producido un descenso, pero aún se mantiene en



niveles elevados, al respecto el EMBI Chile, descontando Codelco se encuentra en torno a 200 puntos base y no se han producido colocaciones de bonos.

El Presidente señor José De Gregorio consulta acerca de si hay algún dato del volumen de transacciones de estos bonos, porque lo que sucede que si el mercado no transa algo en el margen, aquél que compra lo está haciendo a un precio bajo debido a que no se efectúan dichas operaciones porque hay un problema de liquidez de muy corto plazo, pero el precio no refleja lo que efectivamente sucedería si se efectuaran transacciones masivas. Finalmente el señor Presidente consulta si existe alguna información adicional que se pueda entregar. El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann hace presente que se revisará la información para proporcionar otros antecedentes al respecto, pero que le parece que es importante, porque particularmente en el caso del bono chileno prácticamente no hay transacciones, y agrega que habría que analizar lo que sucede con los bonos de otros países, como por ejemplo de Brasil.

El Presidente señor José De Gregorio consulta si los datos entregados se calculan sobre transacciones efectivas o si lo que sucede corresponden a las puntas. El Gerente señor Lehmann señala que se refiere a las puntas de esas operaciones pero puede que no exista transacción. Al respecto, el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan comenta que en el viaje que realizó con el Gerente de División Operaciones Financieras don Beltrán De Ramón a Estados Unidos de América, se consultó sobre la realidad de lo que ocurre en Chile y se concluyó que sería del orden de 5 millones de dólares sobre lo habitual, pero hoy puede estar en niveles algo más bajos, pero esa sería la cifra que corresponde al volumen diario de transacciones de esos bonos. Agrega, que esa cifra para tener un orden de magnitud debe compararse con los 100 millones de dólares de México y de Brasil. Por lo tanto, existe una brecha bastante grande en liquidez respecto a otras economías emergentes, en particular latinoamericanas.

Sobre la misma materia, el Consejero señor Manuel Marfán señala que en su opinión esta situación depende de la manera en que se mida, porque entiende que el monto emitido por Brasil y México es más de veinte veces, y por lo tanto el porcentaje del *stock* es de dicho nivel. Pero agrega que igualmente desde el punto de vista de las órdenes de magnitud sería incumplido, y en consecuencia debiera ser castigado por el mercado, que está apreciando el valor de la liquidez.

El señor Kevin Cowan en relación a este comentario, señala que efectivamente es así lo que resulta muy consistente con los plazos residuales de los bonos soberanos chilenos, que no guardan ninguna relación con los bonos de otras economías que sí tienen plazos de diez años y de hasta veinte años, mientras en cambio los bonos de Chile, los de más largo plazo, entiende que vencen en cuatro años más. Por consiguiente, corresponden a bonos que les queda poco tiempo de duración y en consecuencia tienen escasa aceptación para algún inversionista que quiera tomar activamente una posición en Chile.

Continuando con su exposición el Gerente señor Lehmann se refiere a que en materia de paridades, el dólar vuelve a apreciarse frente a la mayoría de las monedas, sin embargo de manera bastante más moderada que en otras oportunidades. Agrega, que la excepción en este sentido claramente la constituye el yen japonés, que ha mantenido una tendencia hacia la apreciación respecto del dólar.

Por su parte, señala el señor Gerente de Análisis Internacional que en cuanto a *commodities* se observa una caída generalizada de éstos, en indicadores agregados. Por ejemplo para energía se tiene una caída de casi 25%, metales 5%, granos en torno a 10% y destaca, particularmente, la caída de la gasolina en torno a 33% y en el caso del cobre 14%. Asimismo, menciona que la caída más pronunciada es la que se presenta en combustibles y metales. Si se aprecia cuál ha sido la trayectoria del precio en dólares y el corregido a contar



de junio, para la apreciación del dólar, si se descuenta ese efecto, la caída ha sido algo menor pero básicamente corresponde a la misma trayectoria. Aclara, que se ha destacado solamente la situación en dólar hacia la apreciación en junio porque corresponde al momento en que parte una tendencia más importante del dólar. En consecuencia, este análisis se ha efectuado simplemente para descontar el efecto contable derivado de la presión del dólar que podría estar influyendo en la caída de los precios de los *commodities*. Indica, que en el caso del cobre se observa algo parecido, en que se ha mantenido una posición corta, apostando probablemente a una corrección adicional del precio de éste, mientras que en el caso del petróleo, se aprecia en el margen algunas tomas de posiciones por parte de especuladores o agentes no comerciales que podrían estar interesados en evitar la caída que ha mostrado el precio del petróleo y el aumento que se ha producido en los últimos dos días en torno al 10%.

El Presidente señor José De Gregorio señala que tiene una duda respecto a que el precio WTI se muestra en dólares, y después se deflacta por un tipo de cambio multilateral. Por lo tanto, consulta si no se debiera medir el precio del petróleo en una moneda promedio. El Gerente de División Estudios señor Pablo García comenta que ello resulta equivalente usando los ponderadores para acumular el promedio que son los del comercio de Estados Unidos de América.

El Consejero señor Sebastián Claro sobre este mismo aspecto, consulta acerca de lo que se quiere rescatar con el WTI multilateral, porque si se quisiera ver un precio interno, de alguna manera podría hacerse en pesos, mientras que si lo que se desea obtener son las presiones globales de demanda que podrían estar afectando esa evolución, cuál sería exactamente lo que el multilateral podría efectivamente captar.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que, en su opinión, lo que sucede en otras coyunturas es que no han habido cambios tan drásticos del precio en dólares y una parte sustantiva ha estado explicada por los vaivenes de las monedas y en esta oportunidad dichos vaivenes, aún cuando han sido significativos, no explican lo que está sucediendo con el precio del petróleo.

El Presidente señor José De Gregorio, señala que tiene la impresión que si el dólar se depreciara contra todas las monedas y vuelve hacia un sexto con el euro, el petróleo sube bastante. Agrega que lo que se debiera hacer y que alguna vez él efectuó, es cuánto de esta caída puede explicarse por efecto de variación de paridades, si se señala que el dólar está muy fortalecido, ello tiene implicancias en lo que sucederá con el precio de los *commodities*, porque con esas paridades del petróleo podría estimarse si debiera bajar a 30 ó 20 dólares. Sin embargo, si el dólar se empieza a debilitar, se daría vuelta el precio del petróleo. Señala que ahora se compensa con el tipo de cambio y su efecto inflacionario puede ser neutro.

El Gerente de Análisis Internacional, señor Sergio Lehmann sobre el mismo tema, comenta que se trata solamente de un efecto contable, si se incorporarán efectos sobre la demanda derivados de los cambios de paridades se verían estas diferencias más pronunciadas. Agrega, que respecto a otros *commodities*, básicamente han tenido la misma trayectoria, con caídas importantes y destaca que hoy día todos los precios de bienes agrícolas se encuentran en niveles similares a los que se encontraban a inicios del año 2006, con anterioridad a lo sucedido con los precios agrícolas. Señala, que en la gráfica que se muestra se ha incorporado el precio de la celulosa que ha estado también muy en línea con lo que ocurrió con los otros *commodities*, después de alcanzar un *peak* aproximadamente a mediados del año y que luego se produce una caída muy importante. Agrega, que igualmente sucede con la harina de pescado.

El Presidente señor José De Gregorio señala que le parece muy relevante la situación del trigo, que se encuentra igual que a principios de 2006, y que de un índice de 200



bajó a 110. El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux señala que medido en pesos el precio del trigo no está igual que el año 2006.

El Presidente señor José De Gregorio en relación al comentario del señor Vicepresidente, señala que sería conveniente que estos precios de *commodities* en pesos, sobre todo los que afectan en forma más importante para determinar cómo están influyendo en la inflación doméstica, no el precio interno.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala, solo para efectos de aclaración, que en el caso del cobre no es un buen indicador llevarlo a pesos porque el Fisco ahorra esos recursos.

A continuación, el Gerente de Análisis Internacional señor Sergio Lehmann, continuando con su exposición señala que se ha incorporado en el gráfico conjuntamente con los indicadores de energía el costo del transporte marítimo que es el BDI, que ha mostrado una caída muy significativa y que está en niveles mínimos al menos respecto del año 2000. Agrega, que existe cierta discusión si esto adelanta o no la *Baltic Dray Index*, pero lo que le parece claro es que está en línea con la caída de los precios de los *commodities* de la actividad mundial.

El Presidente señor José De Gregorio, comenta que le parece conveniente aclarar que el *Baltic Dray Index* constituye un índice promedio de costos de fletes marítimos y que ellos cotizan diariamente distintos fletes, los ponderan y construyen el indicador que es uno de los dos o tres índices más importantes sobre la materia.

El señor Sergio Lehmann señala que en términos de inflación ha habido retrocesos importantes de ésta en las economías desarrolladas. Menciona que en Estados Unidos de América y en la Zona Euro, inflaciones *headline* e inflaciones *core* están cayendo, indica que lo mismo está sucediendo en Japón y el Reino Unido. Agrega, que esta situación sin embargo no se observa, por ahora, de manera importante en las economías emergentes. Por ejemplo tratándose de Brasil se ha mantenido elevada; en el caso de México está aumentando en el margen y señala que la excepción la constituye China. De hecho menciona que hoy se conoció el dato sobre la inflación de ese país para el mes de noviembre, y éste fue de 2,4% es decir, si se tuviera que incorporar el último dato para China se observaría una caída bastante importante, porque China constituye una excepción por el control de precios que tiene, por lo cual no es un país muy decisor en esta materia.

En el caso de las economías latinoamericanas, señala que se aprecia en particular alguna resistencia al descenso de la inflación y agrega que de hecho esa situación fue uno de los elementos que hoy día, el Banco Central de Brasil tomó en consideración para efectos de mantener su Tasa de Política Monetaria.

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 Consejero señor Sebastián Claro señala que quiere efectuar algunas preguntas complementarias. La primera de ellas, es que le llama la atención la situación de Japón, porque existe una historia que se ha discutido en innumerables ocasiones para explicar de alguna manera la desaceleración europea y americana, pero en el caso de Japón también se observa una caída muy importante y salvo que también exista un tema con bancos y que se haya producido un *credit crunch* con causas similares a las norteamericanas o a las europeas, dicha desaceleración nos podría entregar información bastante importante respecto de otros mecanismos que serían los que estarían afectando a otros países. Señala, que se refiere especialmente a temas de comercio y al efecto que puede estar teniendo la apreciación del Yen versus las monedas de otros países. Agrega, que le gustaría que se informara si hay alguna idea respecto de esa fuerte desaceleración japonesa, porque en principio la ve como una



situación bastante distinta a lo que ha sucedido con Estados Unidos de América y Europa. Comenta también, el Consejero señor Claro que si efectivamente los destinos de exportación han tenido una contracción importante y eso está afectando fuertemente la actividad, ello eventualmente podría empezar a replicarse en otros países. El segundo aspecto que quiere destacar el Consejero señor Claro, es que cuando se observan estas caídas pronunciadas en la Tasa de Política Monetaria en muchos países, del orden de 100 ó 200 puntos base, 150 ó 75 puntos base o lo que corresponda, existe alguna relación entre el tamaño de estas caídas y lo agresivo que han sido estos países en el manejo de la política monetaria con algún grado de desviación de la inflación, respecto de lo que se considera la meta, en el sentido que existen países que han tenido movimientos muy agresivos, pero que se encontraban con inflaciones relativamente cercanas a lo que podrían ser niveles razonables. Agrega, que la experiencia más cercana la constituye México y Brasil, que también tienen inflaciones algo desviadas, pero, esos países no han bajado, y en general, algunos de ellos han sufrido una fuerte caída en las tasas de interés. Al respecto, se pregunta si esta situación corresponde a países que han estado alejados de la meta o si se observa alguna relación en ese sentido.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que lo más gráfico para responder esa interrogante es un artículo publicado en el último *The Economist* que señala que los países con gasto excesivo, como Estados Unidos de América, hoy tienen que pagar la cuenta, y dichos países al final dejan de gastar y tienen recesión, y así funciona el sistema y se produce como efecto el *credit crunch*. No obstante, los países austeros como Alemania y Japón que tienen superávit en la cuenta corriente, terminan pagando, y por qué pagan, porque para tener superávit vendían a los países con gasto elevado y que al dejar de gastar, los países austeros entran en recesión, no obstante, ser los países que pueden hacer política contractiva y tienen una discusión de "policy". Señala que todos los países con superávit y con elevadas exportaciones como Japón, Alemania, China, Chile en cierta medida, les afecta la caída de la demanda. Menciona que esa situación tiene que ver con un problema que puede ser importante y que está relacionado con la salida de capitales de los países emergentes, que son los países que debieran tener déficit en cuenta corriente para poder sostener lo que viene, un poco más de demanda interna y menos ahorro.

Con relación al punto de baja de tasas, indica el señor Presidente que sería bueno que se pudiera analizar en estos mismos países, cómo es la desviación del crecimiento respecto a lo que esperaban hace seis meses atrás, y menciona que la desviación de la inflación no es muy distinta. Señala que en el mes de septiembre el Gobernador del Banco de Inglaterra, Mervin King, dijo "en diciembre podemos estar en cinco", sin embargo, ya en el mes de septiembre se encontraban con una inflación de 5,2% y su argumento señala que la recesión es tan grande que la deflación que viene les permitirá bajar considerablemente la tasa. El señor Presidente indica que a título de hipótesis, estima que lo que pasa en Brasil y México es que dichos países están más afectados por la depreciación del tipo de cambio y éste se encuentra más depreciado en parte importante porque contuvieron la inflación, lo que explicaría que esos países están más afectados por ese tema, por lo tanto, el riesgo de ellos es de una desviación mucho más compleja y por eso están además interviniendo el mercado cambiario.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que como se está cerca de un futuro *IPoM*, hay algunas cosas que estima que son interesantes de seguir y monitorear. Primero, tiene la impresión que es relevante saber qué es lo que pasa con China e India más que con Japón y otros países. Indica que muchos análisis respecto de qué tan desacopladas pudieran estar eventualmente esas economías y las últimas cifras muestran que, al parecer, se encuentran más acopladas de lo que cualquiera pudiera pensar. Comenta que cuando las exportaciones chinas están cayendo a tasa de crecimiento negativo en doce meses y las importaciones también, nunca se sabe cuánto puede ser efecto precio o efecto cantidades, pero tiene la impresión que vale la pena hacer un seguimiento no demasiado sofisticado sino que en cifras gruesas respecto del impulso interno y externo. En segundo lugar, comenta el señor Consejero que considera relevante poder separar las economías que están retornando su



política monetaria hacia una instancia neutral después de haber tenido políticas contractivas o desinflacionarias, de aquellas que están llevando a cabo políticas monetarias que son claramente expansivas. Señala el señor Consejero que las tasas de interés en este momento en Estados Unidos de América y Europa, están claramente por debajo de sus tasas de interés neutral y por lo tanto, lo que están haciendo es que están presionando el crecimiento. No sabe si es eso realmente lo que están haciendo otros países o están llevando su tasa de interés a una más neutral, porque claramente lo que debiera ser la gran diferencia, como decía el Presidente, son los países que tienen capacidad de hacer políticas contracíclicas de los que no tienen dicha capacidad. El indicador que está solicitando no daría todas las respuestas porque hay países que pudiendo tener esa capacidad no la necesitan o no la están aplicando, pero de todas maneras le parece que son elementos importantes. Por último, menciona el señor Marfán, que el *spread* de la tasa *on-shore* respecto de la *Libor* en México hoy es de 600 puntos base, o sea, claramente a su juicio, podría leerse de cualquier forma, pero cuando hay 600 puntos base de discrepancia claramente lo que hay allí es un problema de escasez de dólares, por lo tanto, las presiones sobre el tipo de cambio y la política monetaria son muy fuertes y esta situación todavía no es el caso de Brasil, pero sí claramente el de México, como un indicador de *spread* más que de problemas de liquidez o que pudiera estar reflejando más bien fuga de capitales, sin que eso todavía se manifieste en los *spreads* soberanos vigentes porque son indicadores que tienen una interpretación que es diferente.

Respecto de una de las consultas efectuadas por el Consejero Sebastián Claro, sobre si el sistema financiero japonés tendría también dificultades, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux menciona que en los indicadores que se observan en la lámina "condiciones crediticias del sector privado", se aprecia que Japón está claramente en otra categoría y la sensación que hay es que después de la década que costó limpiar el sistema financiero japonés, éste llegó bien posicionado a esta crisis, a raíz justamente de este largo proceso de limpieza de cartera, fusiones de bancos, capitalizaciones, y otros, de manera que Japón está en una situación muy favorable respecto de Europa en lo que se refiere al sistema financiero y eso se reconoce en todos los indicadores que se tienen. Menciona el señor Vicepresidente, que a pesar de todo ello, cuando se miran las proyecciones presentadas por el Gerente de Análisis Internacional, llama la atención la caída prevista para el año 2009 y la recuperación prevista para el año 2010. En el caso de los Estados Unidos de América comenta que es mayor la recuperación en 2010 en Estados Unidos de América y es menor la caída en ese país en 2009 de lo que va a ser en la Zona Euro y en Japón, y menciona que eso tiene que ver con lo señalado por el Consejero Manuel Marfán en cuanto a que las reacciones de políticas son distintas, mucho más agresivas en Estados Unidos de América, casi a regañadientes en Europa, y en Japón de poca capacidad, porque en parte es un país que tiene una deuda pública muy alta, no tiene mucho espacio por el lado de las tasas de interés.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que en lo relativo al precio de la gasolina, en el cuadro que se ha presentado se muestra que ésta ha caído mucho más que el petróleo y trae a colación el comentario que le hicieron algunos ingenieros de la ENAP durante una presentación que hizo recientemente, en el sentido que en las proyecciones del Banco Central de Chile la relación precio del petróleo frente al precio de la gasolina estaba recogiendo bien el desarrollo que está teniendo lugar en el sentido que el mercado de la gasolina está hoy mucho más deprimido que el mercado del petróleo, y lo menciona simplemente para que lo incorporen, o consideren, porque las cifras que se muestran están dando cuenta de ello y esa mayor depresión en el mercado de la gasolina tiene que ver con la recesión en Estados Unidos de América, porque estos dos productos no se mueven exactamente en forma proporcional, sino que responden a las distintas demandas que hay por diesel y por gasolina. El segundo comentario para entender mejor lo que está pasando en México y Brasil, podría ser de interés que se informara respecto de lo que está ocurriendo con las remuneraciones de esos países. Recuerda el señor Consejero haber leído un artículo donde se observa que en algunos países de América Latina la variación de las remuneraciones excedía con creces la variación de la inflación, cuestión que no ocurre en Chile. Indica que Chile está exactamente en la posición



inversa, por lo que cree que podría ayudar para dar cuenta del atraso en el reconocimiento de las variaciones de precios y una inflación subyacente por el lado de los salarios bastante más alta. Estima que puede llevar a ilustrar especialmente en el contexto actual donde hay movimientos en las políticas monetarias de los distintos países. Sobre dicha observación el Presidente señor José De Gregorio menciona que se trata de un tema de preocupación en los distintos países.

El señor Presidente ofrece la palabra al Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto para que presente el análisis interno.

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 señala que internamente, tras los aumentos de *spreads* de octubre y las acciones de provisión de liquidez que ha mantenido el Banco, el mercado monetario a plazos cortos ha seguido operando con mayor normalidad. Por un lado, los *spreads* de corto plazo se han reducido y las tasas de captación en el mercado secundario se han acercado a la Tasa de Política Monetaria, mientras que los *spreads* entre la tasa libo y las tasas de interés local en dólares (*spreads on-shore*) también han disminuido. Al respecto, destaca que no toda la liquidez en dólares que el Banco Central está ofreciendo mediante operaciones *swap* ha sido demandada, lo que da una señal de que no existirían conflictos evidentes para acceder a estos recursos en el exterior. En todo caso, los *spreads* monetarios, tanto para operaciones en pesos como en dólares, a plazos más largos (180 días y más) no han disminuido de igual forma como los *spreads* de plazos más cortos.

Comenta el señor Claudio Soto que la trayectoria de las tasas de los instrumentos del Banco Central en pesos, a diferencia de sus similares de economías latinoamericanas, han seguido disminuyendo en el mes, afectadas por el deterioro previsto de la actividad y las menores expectativas de inflación. Así, las tasas de interés de los bonos denominados en pesos se han reducido entre 20 y 50 puntos base, dependiendo del plazo, mientras las tasas de los bonos denominados en UF de mediano plazo lo hicieron entre 10 y 30 puntos base. Por el contrario, aquéllos a dos años plazo aumentaron algo más de 40 puntos base en línea con la menor inflación.

Indica el señor Claudio Soto que pese a todo lo anterior, las condiciones crediticias siguen estrechas. Así, aun cuando los *spreads* monetarios se han reducido desde los máximos de comienzos de octubre y la Tasa de Política Monetaria se ha mantenido en 8,25% desde septiembre, las tasas que los bancos aplican a sus operaciones con el público permanecen elevadas. Las tasas de colocación en pesos de 30 a 89 días mantienen un diferencial respecto de la Tasa de Política Monetaria que oscila entre 800 y 1.000 puntos base desde octubre, valores que son altos si se les contrasta con el promedio de 440 de los primeros nueve meses del año. Las tasas de interés promedio de los créditos de consumo a personas siguieron aumentando, pasando de 36,2% en octubre a 36,5% en noviembre, mientras que las de los créditos comerciales han subido cerca de 80 puntos base si se comparan las tasas de los primeros días de diciembre con el promedio del mes pasado, ubicándose en 16,5%. Este aumento en las tasas, en conjunto con información casuística, confirman las mayores exigencias en el otorgamiento de créditos. En todo caso, aunque los volúmenes de operaciones de créditos de consumo siguen desacelerándose, las colocaciones comerciales, en términos nominales, continúan creciendo a tasas similares a las de los últimos meses.

Agrega el señor Gerente Análisis Macroeconómico que en octubre el Imacec aumentó 2,7% —por debajo de las proyecciones de mercado—, con un marcado menor crecimiento del comercio, principalmente en su componente mayorista y automotriz, lo que



coincide con cifras de comercio exterior que muestran una disminución en las internaciones de automóviles. Los indicadores parciales de consumo habitual y durable confirman un menor dinamismo en los datos coyunturales. Los indicadores de expectativas de noviembre revelan un mayor pesimismo. En el caso de los consumidores, en noviembre el IPEC llegó a 33,5, algo menos que el mes anterior, destacando nítidamente la disminución de la percepción personal actual. Pese a no formar parte del Índice, también destacan el deterioro en la percepción respecto de la situación económica de las empresas y del desempleo, que caen cerca de 14 puntos en los últimos dos meses. A su vez, las expectativas de empresarios que se extraen del IMCE, alcanzaron su nivel mínimo histórico (el Índice se publica desde el 2003), llegando a 39,2. Excepto minería, todos los sectores tienen expectativas muy pesimistas.

Señala el señor Claudio Soto, que la actividad industrial, aunque con un bajo dinamismo desde hace varios meses, presentó en octubre un cambio de composición destacable, con un peor desempeño de los componentes transable e inversión, en particular de ítemes ligados a la construcción. Respecto de este último sector, indicadores de despacho de cemento y materiales de construcción presentan signos de deterioro, lo que es coherente con información casuística recolectada en regiones. Por su parte, la formación bruta de capital fijo, en parte por los altos niveles ya alcanzados, continúa creciendo a tasas anuales elevadas. Sin embargo, en el último par de meses las importaciones de bienes de capital se han desacelerado significativamente en los últimos dos meses.

El Gerente de Análisis Macroeconómico expone que las cifras del mercado laboral, continúan con un panorama sin grandes novedades. El empleo sigue creciendo a tasas anuales del orden de 4%, con aumentos tanto en su componente asalariado (por sobre 5% anual) como por cuenta propia. La participación laboral se mantiene en niveles altos y el desempleo, descontando estacionalidad, permanece en valores algo mayores a 7% en el último registro de octubre.

El señor Claudio Soto, agrega que en lo que dice relación con la inflación, en noviembre la variación mensual del IPC fue -0,1%, mientras que el IPCX e IPCX1 aumentaron 0,6% cada uno. La inflación mensual del IPC, que no registraba cifras negativas desde comienzos del 2007, estuvo determinada por la importante caída en el precio de los combustibles, que debería prolongar su efecto en la inflación de diciembre. La baja inflación mensual estuvo en línea con lo que se adelantó en la Actualización de Proyecciones de noviembre, pero por sobre lo que esperaba la generalidad del mercado. La variación mensual de las inflaciones subyacentes siguen altas, en línea con el juicio de mayor propagación que se hizo para el *IPoM* de septiembre. Así, aunque en términos anuales la variación anual del IPC se redujo a 8,9%, la de las medidas subyacentes siguió aumentando, la del IPCX alcanzó a 9,5% y la del IPCX1 a 8,7%. Del mismo modo, la medida del IPC que excluye alimentos y energía acumuló un incremento anual de 6,9% (6,4% el mes previo), a la vez que la del IPCX1 que excluye alimentos anotó una variación en doce meses de 6,2% (5,9% en octubre).

Indica el señor Gerente Análisis Macroeconómico que por el lado de los costos, las diferentes medidas de salarios aumentaron marginalmente en octubre, pero siguen creciendo a tasas inferiores a las de la inflación. El peso, en tanto, sigue depreciándose respecto del dólar. Señala que al cierre de la minuta que se presenta, las transacciones se están efectuando con una paridad en torno a \$670 por dólar: 5,4% si se comparan los días previos a la Reunión de noviembre con el cierre de esta minuta, en línea con el movimiento del dólar en los mercados internacionales. Así, la depreciación del peso responde, en parte, a los movimientos del dólar en los mercados internacionales. Mientras la depreciación bilateral alcanzó 5,4% entre el cierre de la Reunión de noviembre y esta minuta, la variación del TCM fue de 3,4% y de 2,2% la del TCM-X. Se estima que el nivel del tipo de cambio real (TCR) siguió aumentando en noviembre, ubicándose en 109,1 (en su medida 1986=100). Estas cifras



continúan por sobre el rango de valores que se estiman coherentes con los fundamentales de largo plazo.

El señor Gerente de Análisis Macroeconómico hace presente que en el corto plazo el panorama inflacionario apunta a variaciones mensuales reducidas de la inflación IPC, en particular por el mencionado efecto del menor precio de los combustibles. En cambio, el incremento mensual de las inflaciones subyacentes, por la suma de la propagación de la alta inflación pasada, la indexación habitual y estacionalidades de fin de año, se mantendrán en niveles superiores. Con esto, y en línea con lo previsto en la Actualización de Proyecciones de noviembre, la inflación anual del IPC, IPCX e IPCX1 se mantendrá alta en lo inmediato, pero comenzando un proceso de descenso, algo más marcado en el caso del IPC. Este escenario es coherente con la evolución de las distintas medidas de expectativas de inflación. Las compensaciones inflacionarias —extraídas de *swaps*— continuaron con la trayectoria descendente iniciada algunos meses atrás, especialmente las de más corto plazo (1 en 1) que cayeron cerca de 90 puntos base en el mes, ubicándose bajo 3% al cierre de esta minuta. Las compensaciones inflacionarias 3 en 2 se redujeron algo más de 30 puntos base en el mes, mientras que las de 5 en 5 se ubican en niveles similares a los vigentes al momento de la Reunión de noviembre. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) anticipa menores inflaciones que hace un mes. A un año pasa de esperar 4,6 a 3,6% y a dos a un año desde 3,4 a la meta de 3,0%. En cuanto a las expectativas que se extraen de la encuesta IPEC, el porcentaje de personas que responde que la inflación en los próximos doce meses subirá “mucho” continúa retrocediendo gradualmente, ubicándose levemente bajo 60% de acuerdo a la información de noviembre. Las expectativas de inflación anual que se extraen del IMCE pasan de 8,25% en octubre a 7,75% en noviembre.

Por otra parte, indica que en términos de política monetaria, las expectativas de un escenario de menores presiones inflacionarias han seguido desplazando a la baja los movimientos esperados por el mercado para la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria. Éstas tuvieron movimientos especialmente significativos después de la publicación de la Actualización de Proyecciones y más recientemente tras conocerse las cifras de inflación e IMACEC. Esta suma de eventos terminó por consensuar una visión del mercado respecto de que el ciclo de alzas culminó, aunque no existe aún una opinión generalizada sobre el momento, de aquí a marzo, en que se producirá el primer recorte de la Tasa de Política Monetaria.

Finalmente, el señor Claudio Soto agrega que, en general, las expectativas de mercado, además de acentuarlo, en las últimas semanas han adelantado el inicio del ciclo de bajas en la Tasa de Política Monetaria. Para esta Reunión, el mercado apuesta en general por una mantención, aunque parte de los agentes le asignan probabilidad de ocurrencia a una reducción de 25 o incluso de 50 puntos base. De acuerdo con la curva *forward*, el mercado pasó de anticipar el primer recorte en el primer trimestre a esperar que esta reducción en la Tasa de Política Monetaria se dé en enero y que a fines del primer trimestre ésta se ubique a lo más en 7,5%. Las tasas *swap*, en tanto, tienen implícitas una trayectoria de la Tasa de Política Monetaria que contempla mayores recortes: con una reducción de al menos 25 puntos base en los próximos tres meses y a un año ubican la Tasa de Política Monetaria en 7%, 40 puntos base por debajo de lo que se anticipaba previo a la Reunión de noviembre. Conforme a la Encuesta de Expectativas Económicas, los encuestados anticipan una mantención de la Tasa de Política Monetaria este mes, pero una reducción de 50 puntos base de aquí a febrero, llegando a diciembre del 2009 con una Tasa de Política Monetaria en 6,25%, 40 puntos base por debajo del valor anticipado en la encuesta anterior.

En cuanto a los datos que ha entregado el señor Claudio Soto respecto a los datos del IMACEC, el señor Vicepresidente consulta si el hecho que la información respecto de



dicho Índice corregido por estacionalidad era algo más elevado, más 3, significa que existe alguna diferencia en los días trabajados.

Al respecto, el Gerente señor Claudio Soto, señala que efectivamente hay una diferencia en la composición de los días.

El Consejero señor Sebastián Claro, señala que cuando se efectuó la actualización del *IPoM* y también entiende que esto está en los antecedentes de la Reunión de Política Monetaria, se menciona que se continuaba considerando que los eventos de septiembre podrían contribuir entre menos 0,5% y menos 1% al PIB del trimestre. Al respecto el señor Consejero consulta si ello está incorporado en la información. Sobre el particular, el Gerente señor Claudio Soto, menciona que eso está incorporado en la cifra, 4,5 para el sector resto.

El señor Gerente de División Estudios, señor Pablo García, señala que para ser más precisos en la información, la corrección del 5,4 del *IPoM* a 4,5 en noviembre, contenía el efecto de mayor restricción crediticia, agrega que el paso de 4,5 a 4,1 puede obedecer a diversos factores. Uno de ellos es que el *shock* crediticio está siendo mayor y otro que la sensibilidad de la economía al mismo *shock* crediticio que se tenía estimado en teoría, resulta mayor o que existen fenómenos adicionales que están contribuyendo a esa situación. Agrega que no se tiene esa información desagregada, ya que no se está efectuando un *upgrade* de proyecciones, sino que simplemente se está aplicando una corrección a partir de los datos coyunturales. Comenta que decir que esto es producto de que existe un *shock* crediticio mayor o que la sensibilidad de la economía ha sido mayor que la estimada, o que hay otros factores de ofertas, constituye un juicio que no estamos en condiciones de realizar.

El Consejero señor Manuel Marfán, señala que en el gráfico referido al sector construcción se presentan promedios móviles de tres meses. Indica el señor Consejero que tiene la impresión que con esta forma de presentar los datos, se pierde parte de la información, ya que como lo mencionó en la Reunión anterior, si se produce o no un "chantón" y si éste es reciente y si se están considerando promedios móviles de cada tres meses, entonces los datos se suavizan. Agrega que sobre el particular quisiera conocer cuál es la información en el margen referida en particular a materiales de construcción, ya que de la manera que se presenta no se aprecia de forma clara si se produjo una desaceleración, pero que aún está creciendo, o realmente existe una caída que es negativa, considerando que con anterioridad esta información se entregaba con datos mensuales.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux concuerda con lo que plantea el Consejero señor Manuel Marfán y agrega que además esa información tiene otro problema que consiste en que los inventarios óptimos actualmente, en cualquier industria, con restricción crediticia y con incertidumbre hacia el futuro, deben ser menores, de modo que eso no necesariamente significa menor actividad sino que podría obedecer a un ajuste importante de inventarios.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, señor Claudio Soto comenta que desde el año 2006 no se observaba en una variación en doce meses, un mes con una cifra tan elevada como la que se muestra. Agrega que las variaciones menores que se habían presentado fueron de 5% y de 7,7% a mediados de 2006 y durante 2008 se había presentado una caída de 6,1% que debe haber sido la más grande en marzo. Complementando la información antes señalada, el Gerente de Análisis Macroeconómico señala que la información antes referida se encuentra contenida en las proyecciones e indica que la mayor sorpresa que se produjo fue por el lado de la industria y el comercio y no tanto por el lado de la construcción. Agrega que cuando se hicieron las proyecciones del mes de noviembre de este año, se introdujo un castigo importante al sector construcción, atendido los antecedentes que se habían estado observando en relación a las ventas de vivienda y a una serie de otros antecedentes



relevantes y que por lo tanto, no se ha efectuado un castigo adicional en esta oportunidad en las proyecciones de dicho sector.

El Consejero señor Manuel Marfán menciona que concuerda con lo señalado con el señor Vicepresidente, en el sentido que la información más reciente de estos indicadores y proyecciones tiene los problemas que él expresa, en cuanto a que pueden ser efectos de inventario, efectos de rumores o simplemente errores de medición, que posteriormente se corrigen al conocerse las cifras definitivas. En todo caso, consulta si con la información existente a la fecha, se podría sostener que en noviembre se estimaba que el cuarto trimestre estaba creciendo a una velocidad de 3,2% y ahora a una velocidad de menos 0,4%.

El Gerente de la División de Estudios señor Pablo García, señala que no solo podría confirmarse sino que en la entrega de estos datos se está ratificando esa situación.

El Consejero señor Manuel Marfán agrega a su comentario que, a propósito del "chantón", ésta sería una evidencia aislada que se podría interpretar de muchas formas, pero en todo caso, existe una diferencia en la velocidad del crecimiento del cuarto trimestre cercana al 4% con respecto a lo que se proyectó en el pasado y a lo que hoy se observa.

El Gerente de la División Estudios señor Pablo García señala que el comentario del Consejero señor Manuel Marfán es efectivo, y que parte de ello es atribuible a lo que sucede con el sector de recursos naturales.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señor Claudio Soto indica que respecto del sector recursos naturales, se está efectuando una corrección a la baja en el rubro de la minería para el cuarto trimestre, y hacia delante, no obstante que el dato de octubre es más favorable de lo que se preveía, la información que se ha recibido de CODELCO es que nuevamente se han producido problemas técnicos en esa empresa que llevarían a una corrección a la baja en su producción.

El señor Gerente mencionado comenta que por el lado de la demanda se observa una desaceleración más rápida de la contemplada en noviembre de este año. Agrega que existen dos aspectos para considerar. Primero, una corrección a la baja en el consumo ya que el de durables se está desacelerando de manera importante, y, segundo, que por el lado de la inversión, ésta ha sido menor en el rubro de la construcción y obras, y también se aprecia una acumulación de inventario respecto de lo que se conocía anteriormente, lo que resulta coherente con la información sobre la percepción de los niveles de inventarios actuales, en donde se estima que éstos podrían estar por sobre lo deseado.

También señala el señor Gerente que, con respecto a las exportaciones netas, se produjo una sorpresa en el tercer trimestre cuando se corrigieron las cifras, donde se apreció una mayor exportación de servicios y por lo tanto, se observó algo más de crecimiento de éstas para dicho trimestre y para el primer trimestre de 2009.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que quiere formular algunas consultas metodológicas. La primera se refiere a si la cifra de menos 2,9% es trimestre con trimestre; y la segunda, si la demanda final corresponde a demanda interna sin variación de existencias o es PIB sin variación de existencias.

El señor Claudio Soto, con respecto al primer punto señala que la cifra de menos 2,9% es trimestre a trimestre y que con respecto a la segunda interrogante, corresponde a demanda interna sin variación de existencias.

El Consejero señor Manuel Marfán consulta si es posible tener el dato trimestre a trimestre, ya que claramente si se compara la demanda interna con la demanda final sin



variación de existencias, el punto que ha formulado el señor Vicepresidente sobre variación de inventarios, resulta muy significativo, ya que no es lo mismo bajar 7 décimas que bajar 2 décimas en un mes.

El Gerente de División Estudios señor Pablo García, complementando esta información, indica que para todas estas series y con bastante mayor desagregación, se cuenta con variaciones trimestre a trimestre anualizadas. Agrega que la pregunta que cabe formularse es cómo se interpretan. Señala que desde el punto de vista de la demanda, en la cuadratura global de cuentas nacionales es difícil asignar el consumo y las existencias, más aún efectuarlo en la proyección. Por otro lado, desde el punto de vista de la demanda, dada la volatilidad que tienen los deflatores de comercio exterior, se produce algo de ruido en la variación trimestre a trimestre de la demanda interna, con o sin existencias. Por lo tanto, si se quiere un dato de menos 0,1% del PIB, que es el más sólido, y el de la demanda interna de menos 2,9%, que es bien intenso, estima que no dudaría en interpretar cuánto de eso corresponde a consumo privado, y cuánto a variación de existencias.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que en la Reunión de Política Monetaria pasada y también en las reuniones semanales de coyuntura que se han realizado, ha podido plantear una hipótesis que consiste en que la mayoría de las veces los movimientos sinusoidales se presentan en las variables, pero a veces existen coyunturas singulares en las cuales hay un shock suficientemente importante como para que el cambio sea moderado y que se pueda producir una detención brusca, tal como ocurrió el año 1998 y el año 2002. Agrega que ha planteado en algunas reuniones este mismo argumento y, en consecuencia, no puede descartar que en la actualidad se esté en una situación similar. Lo que quisiera que se le indicara es si la información recogida tiende a apoyar o rechazar esa hipótesis.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que le parece relevante lo que está señalando el Consejero señor Manuel Marfán, pero en su opinión esta situación es parte de la discusión que debería presentarse al final de la Reunión, en el sentido de si se está o no frente a un cambio de tendencia.

El señor Pablo García, con el propósito de recordar cuál es el ejercicio que se efectuó respecto a la elaboración de las proyecciones, hace presente que se evaluó la respuesta de la economía al *shock* crediticio del tercer trimestre y parte del cuarto, suponiendo una reacción de la demanda interna parecida a la que se observó a principios del 98 y a la que se vio el año 2002, por lo tanto, factualmente será parecida la proyección.

En cuanto a la información entregada por el Gerente de Análisis Macroeconómico respecto de la apreciación del tipo de cambio, el Consejero señor Sebastián Claro consulta si metodológicamente la convergencia de dicho tipo de cambio hacia los valores estimados en el modelo de mediano plazo, se produce a partir del sexto mes o siempre a contar del mes cero.

El Gerente de Análisis Macroeconómico señala que en el *IPoM* se contiene una apreciación desde el primer trimestre de 2009 y existe una incoherencia con esa proyección de corto plazo porque ella siempre presume un tipo de cambio nominal constante y cuando se efectúa la proyección de mediano plazo, se tiene un modelo estructural que entrega la trayectoria del tipo de cambio.

Sobre el mismo tema, el Consejero señor Manuel Marfán consulta si en ese modelo está implícita una trayectoria de la tasa de interés. El Presidente señor José De Gregorio comenta que no tiene implícita dicha trayectoria, ya que tiene incorporado el cálculo del *IPoM*.



El Consejero señor Sebastián Claro en relación al precio de la gasolina, si con el tipo de cambio al nivel actual y al que se está proyectando y el precio del petróleo que ha caído fuertemente, pero que está en niveles que no necesariamente son menores de lo que había anteriormente, consulta cómo se llega a un precio de la gasolina más bajo en los últimos tres o cuatro años.

El Gerente señor Claudio Soto señala que existe un tipo de cambio que se está apreciando, por lo tanto, el hecho que se mantenga bajo hace que el promedio móvil de todos modos vaya cayendo paulatinamente en el tiempo.

El Consejero señor Sebastián Claro comenta que en términos de niveles, un elemento que se compara con los tres años anteriores son los impuestos, por el tipo de cambio y no así por el precio del petróleo. Agrega el Consejero señor Claro que otro tema que debe considerarse es que por un aspecto metodológico, que dado este tipo de cambio, que ahora no se supone constante, sino que se supone creciente, cree que sería bueno que se entregara un cuadro que efectuara dicha comparación para facilitar su entendimiento.

El Presidente señor José De Gregorio señala que concuerda con el planteamiento del Consejero señor Claro en el sentido que dicha comparación sería útil para tener la magnitud de la desviación, porque de esto en buena parte puede depender que el tipo de cambio llegue a 600 pesos en mayo y si no llega a esa cifra, probablemente constituye una depreciación del dólar en el exterior y con un precio del petróleo menor.

El Gerente de la División Estudios señor Pablo García comenta que para explicar la racionalidad de este ejercicio, el supuesto de manejar el tipo de cambio constante por un par de trimestres con 645 pesos no parecía introducir mucho "ruido", pero en atención a que este tipo de cambio alcanzó a 670 pesos, dejarlo constante a ese valor y después empalmado con la trayectoria que se suponía en la proyección de mediano plazo que se efectuó hace un mes atrás, se producía un escalón o se estaba induciendo a un escalón muy brusco en el valor del tipo de cambio en el segundo semestre. Por lo anterior, se decidió hacer una convergencia más gradual, pero que el efecto arriesgado algo más de tipo de cambio al principio respecto de noviembre y un poco menos hacia abril y mayo y por consiguiente, corresponde alrededor de 20 pesos en ambas direcciones.

El Consejero señor Manuel Marfán señala que un tema importante que se encuentra pendiente de discusión es que se pudiera analizar si el escenario que el Consejo tendría que considerar, que es aquél que está proponiendo el staff respecto al tipo de cambio, es el que se ha señalado. Agrega que en su opinión, al menos en su intención de voto, esto hace una diferencia demasiado fundamental, respecto de cuál sería la evolución esperada del tipo de cambio nominal hacia adelante. En consecuencia, si se trata de una apreciación nominal de los niveles de que se está informando allí, respecto de una mantención del nivel nominal actual en los escenarios que se ven más probables y factibles a partir de esta fecha.

El Consejero señor Enrique Marshall consulta si el aumento de las tasas nominales y su retroceso en términos reales, se debe al movimiento que se observa después de agosto o a partir de septiembre en los Fondos Mutuos. El Gerente señor Pablo García señala que de los antecedentes que se muestran en el gráfico, se aprecia la mayor demanda por liquidez que se produjo en octubre y como ello posteriormente se tendió a normalizar. Señala que otro tema que es interesante señalar es cómo se interpreta la caída en términos reales que se ha observado en la coyuntura, que puede ocurrir si se le cree a los patrones históricos, señal precisamente de que la economía está desacelerándose y eso debe haber sido históricamente un indicador líder de la actividad.

En cuanto al comentario del Gerente de Análisis Macroeconómico, respecto a que se mantiene la tendencia a las colocaciones a personas, que vienen cayendo tanto en sus



tasas de crecimiento nominal y real, y que ahora se presentan tasas de crecimiento negativas reales, el Presidente señor José De Gregorio señala que existen dos argumentos para ello. El primero, consiste en que puede haber algún asunto relacionado con dólares en el comercio exterior y en la depreciación; y agrega que el otro hecho que podría estar ocurriendo es que existían líneas aprobadas y en el evento de octubre de este año, el temor de las personas las llevó a girar sus fondos y depositarlos para mantenerlos disponibles. Otra razón consiste en que hay empresas que están efectuando sustituciones de inversiones.

El Gerente señor Pablo García, sobre el mismo tema, señala que precisamente por esa razón es que en las economías desarrolladas, a pesar de la magnitud del *credit crunch*, los datos de los créditos se han demorado en reflejar una contracción, mostrando por una parte que los bancos quieren restringir sus operaciones, pero por otro lado, los clientes quieren acceder a un mayor financiamiento.

El señor Ministro de Hacienda señala que de los tres aspectos que ha mencionado el señor Presidente, le parece que hay uno de ellos que es fácil de confirmar porque se conoce cuál es la composición y cuáles son sus agregados. Se conoce cuánto se ha depreciado nominalmente el peso y por lo tanto, ese cálculo se puede efectuar. Agrega que en el Ministerio de Hacienda se efectuó ese ejercicio y el resultado que se obtuvo fue que igual se producía algo relativamente estable. Las otras dos interrogantes le parecen más difíciles de medir. Sin embargo, indica que podrían medirse quizás distinguiendo por plazo, porque si se tiene una línea de crédito y se gira para tener liquidez, esa línea de crédito, probablemente era a 30 días y no a dos años. Entonces, si uno efectuara este ejercicio por plazo, probablemente eso también se podría apreciar.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que se podría hacer el análisis de la moneda en la cual la operación se realiza, ya que las operaciones de comercio exterior deberían observarse en dólares y después surge el tema de la valoración, porque se comienza a traspasar los pesos nominales para sumarlos y luego se reajustan por IPC, y agrega que así igualmente debería operarse con las operaciones hipotecarias que están en UF, o las de consumo en pesos.

El Consejero señor Sebastián Claro señala que en Estados Unidos de América, a fines de 2007 y principios de 2008, se observó que los bancos aumentaron fuertemente sus colocaciones por efecto de líneas de crédito y por lo tanto, los bancos que tenían que disminuir de alguna manera su activo por el problema de capital que empezaron a surgir, comenzaron a olvidar otros créditos en que efectivamente no tenían esas líneas concedidas y por ello se presentó un cambio de composición muy fuerte en sus colocaciones.

El Ministro de Hacienda señor Andrés Velasco menciona que le parece útil realizar lo que sugiere el Consejero señor Enrique Marshall, respecto del ejercicio que mencionó, puesto que estos agregados puede que no sean muy reveladores tanto por un asunto de composición como de valoración. Le parece que sería conveniente tener ciertamente el comercio exterior desagregado y también poder comparar con la experiencia existente en otros países, porque en general, le parece que la evidencia agregada de los países ricos sugiere que existe un efecto, pero que se observa con mucho rezago.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que sería conveniente en esta coyuntura mirar la evolución de algunas partidas de las colocaciones, ya que bien podría estar ocurriendo que los bancos no revisan las líneas de los clientes, pero mantienen abierta la posibilidad de sobregiro de la cuenta corriente, la posibilidad de la tarjeta de crédito que tienen costos muchos más altos, por consiguiente, a los clientes no se les revisan sus líneas básicas, pero se deja entreabierto la opción para que operen por esa vía, lo que tiene un costo altísimo. Le parece al señor Consejero que esta situación podría estar explicando cierta restricción en el crédito.



El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux consulta si se cuenta con algún diagnóstico respecto a si las Administradoras de Fondos de Pensiones son un factor de la depreciación adicional del tipo de cambio multilateral, desde la última Reunión de Política Monetaria. Sobre el particular, el Gerente señor Claudio Soto señala que se ha efectuado un estudio detallado respecto a las AFP y lo que se ha podido apreciar es que en cuanto a los términos de intercambio y diferenciales de tasa, se ha visto que ambos pueden explicar parte de este fenómeno. Agrega que los movimientos más recientes se pueden justificar por diferenciales de tasa y por movimientos de tipo de cambio, y que las depreciaciones que se observan desde abril hasta la fecha definitivamente no se pueden explicar por estos fundamentales.

El Consejero señor Manuel Marfán indica que tiene dos temas que le gustaría se discutieran para poder formarse una opinión más fundada para resolver la decisión que adoptará en la Reunión de la tarde. En primer lugar, consulta si existe o no evidencias sobre la existencia de un "chantón", es decir, que la evidencia en el margen, no los promedios trimestrales, porque obviamente hacen perder información, sino cuál es la evidencia con todos los defectos que ésta pueda tener en el margen al efectuar la comparación de noviembre respecto del mes de octubre. En segundo lugar, pregunta cuál es el escenario en que se está pensando para efectos del tipo de cambio nominal hacia adelante en términos que se entiende que dicho tipo de cambio está desalineado, respecto a sus fundamentales de largo plazo y ese alineamiento se produciría ya, o se mantendría desalineado en el escenario sobre el cual se trabajaría. Por otra parte, señala el Consejero señor Marfán que entiende que desde el momento que el staff incluye en sus proyecciones una caída nominal del tipo de cambio a 600 pesos dentro de un horizonte corto de proyección, estaría implícitamente si se acepta, transformándose en un escenario a considerar para los efectos de nuestra decisión. Agrega que tiene la impresión que no existe algo que haga pensar que es necesario una política monetaria contractiva y a su juicio le parece muy pronto para decidir una política monetaria expansiva, pero cree que claramente hoy día se está en presencia de una política monetaria muy contractiva en el sentido que la tasa de interés está muy alejada de cualquiera sea lo que se estime una tasa de interés neutral. Indica que se trata de un elemento que es importante entender para efectos tanto del tipo de cambio y para efectos de la demanda agregada si es que se encuentra frenada.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux menciona que hay un elemento que le inquieta, además de los aspectos que ha mencionado el Consejero señor Marfán, que consiste en que si es cierto que se está viendo un escenario con una desaceleración más severa por delante, dicho escenario se repetirá en todos los países de la región. Agrega que muchos de ellos son vulnerables y que esta situación puede significar que se produzca por ejemplo, un *default* en un país vecino, y cree que en verdad en ese escenario la apreciación prevista del tipo de cambio nominal le parece algo optimista. Agrega el señor Vicepresidente que tiene la preocupación que la apreciación que se ha proyectado y que supone un escenario internacional muy distinto del actual y, en general tendiente a mejorar, puede resultar algo benigno. Por otra parte, le parece que habría que despejar el tema de las Administradoras de Fondos de Pensiones porque si están en medio de un ajuste de *stocks*, pueden estar explicando una buena parte del ajuste que ha tenido el tipo de cambio. Indica que si no es así, y son a lo más quince pesos como ha señalado el Gerente de División Política Financiera, puede ser que esto tenga un efecto menor, pero su mayor preocupación es que en la práctica se esté efectuando una proyección inflacionaria un tanto optimista, si se considera que se tiene un escenario de deterioro regional que puede ser más severo de lo que se había anticipado.

El señor Ministro de Hacienda indica que quiere expresar sus preocupaciones sobre los temas planteados. Su primera preocupación coincide con lo que ha planteado el Consejero señor Manuel Marfán, en el sentido que las reglas que se han usado para proyectar en el pasado puede que no necesariamente sean aplicables en situaciones de tanto cambio



coyuntural como las actuales y le preocupa una cierta discordancia que se produce entre lo que se proyecta, usando los mecanismos más o menos convencionales, y la evidencia más informal que se recoge, que tiende a mostrar lo que el Consejero señor Marfán ha denominado como un "chantón" y que se aprecia en los indicadores que se han exhibido en esta Reunión. Agrega que quizás el más notable es el hecho que por primera vez en muchos años haya tasas negativas de crecimiento del PIB de consumo, pero podría no estarse viendo una serie de otros indicadores porque simplemente no se conocen hoy día los rezagos con que estos indicadores manifiestan la inflación. Señala que en el análisis más micro y el buen juicio pueden ser elementos muy importantes en esta ocasión. En segundo lugar y esto en un carácter de pregunta y de afirmación, indica que no está claro en qué medida estas proyecciones están reflejando una situación inédita, que es la brecha entre la Tasa de Política Monetaria y las Tasas de Mercado.

El Consejero señor Enrique Marshall señala que quisiera referirse a uno de los aspectos que planteó el Consejero Manuel Marfán, respecto a la desaceleración. En su opinión, se cuenta con una evidencia muy parcial sobre lo que está ocurriendo efectivamente en este trimestre. Sin embargo, si se mira hacia delante, todo ello apunta a un mayor deterioro. Agrega que las informaciones que se han recibido a último momento son claras respecto a lo que está pasando en la economía mundial; los ajustes que se han hecho en las perspectivas de las proyecciones de crecimiento para la economía chilena, más la persistencia de las condiciones crediticias estrechas no permiten dilucidar con claridad qué es exactamente lo que está ocurriendo en el cuarto trimestre, pero reafirma su opinión que la información disponible apunta a que el escenario futuro puede ser peor al que se anticipaba hace un mes. Un segundo comentario que quiere realizar, que es algo más puntual, se refiere a la implicancia respecto de una información que se proporcionó en su momento y que se refería a cierta revisión en las tasas de captación después de un período en el cual se había expresado que existía una cierta normalización. Recuerda que en algún momento se discutió si al mes de diciembre era esperable que se produjese una mayor restricción de liquidez, lo que es normal en los países desarrollados, en que las empresas, los bancos y los inversionistas tienden a deshacer sus posiciones y, por tanto, ello podría estar explicando cierta revisión y aumento de las tasas de captación, lo que es preocupante porque indicaría que cierta tensión vuelve al mercado local, pero que en todo caso es algo que se debe revisar.

El Presidente señor José De Gregorio señala que desea agregar un par de comentarios. Indica que respecto de la duda si existe crecimiento, si estamos en un "chantón" o frenazo, le parece que se trata de un cambio sistemático de proyecciones y de perspectivas para el próximo año. Agrega que se elaborará el *IPoM* próximo, pero en el escenario más probable, atendida la corrección del cuarto trimestre y del primer trimestre del próximo año, esta situación está forzando el crecimiento a una cifra más cercana a 2% que a 2,5%, ya que no le extrañaría partir con 1,5% – 2,5% en enero. Señala que lo que resulta sorprendente en todo caso, es que esta situación se viene dando con bastante fuerza en el último tiempo y responde a algo que nadie puede dilucidar y que la profundidad de la crisis mundial es absolutamente inédita. En segundo lugar, este aspecto se aprecia no solo con las diferencias de *spreads*, sino que también se estrechan las condiciones monetarias. Asimismo, se observa un alza de intereses reales, lo que se aprecia en los títulos más cortos en U.F. Por otra parte, comenta que los salarios reales en Chile han estado cayendo.

El señor Ministro señala que quiere añadir en la misma línea que el país ha sido afortunado en los últimos 15 – 18 años, en que siempre en el Banco Central y en general en la política económica, se han podido evaluar escenarios alternativos que son desviaciones pequeñas respecto a un escenario base y esos eventos catastróficos han sido de baja probabilidad en las dos décadas. Agrega que lo que se sabe de la economía mundial es que ese evento catastrófico tiene una probabilidad muy baja de ocurrir y la pregunta que tiene que formularse es que si hay algún estado de la naturaleza en el cual en Chile en 6 ó 12 meses más no se estén considerando pequeñas desviaciones en torno a un escenario base, sino que un



escenario de baja probabilidad, pero de características más catastróficas y agrega que eso es lo que ocurrió en el resto del mundo y en países que habría sido inesperado que ocurriera y la verdad que el grado de incertidumbre respecto a cómo va a reaccionar la economía chilena respecto a ese fenómeno, es extremadamente integral. Agrega que le parece que efectivamente, si no lo creyera así, no lo diría con tanta convicción en el sentido que tenemos los instrumentos y que se está preparado para atenuar un shock y qué movimiento de los instrumentos son necesarios para atenuarlo.

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 132.

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 congruente con la actualización del escenario base del último *IPoM* y con el compromiso de conducir la política monetaria para reducir la elevada inflación hacia 3% en el horizonte de política.

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

Menciona el Gerente de División Estudios que en el ámbito internacional, a pesar de que se han contenido las tensiones en los mercados interbancarios gracias a las intervenciones oficiales, las turbulencias y la volatilidad siguen muy presentes, debido a las esperadas e inciertas implicancias de la crisis financiera sobre el sector real y la calidad crediticia de los agentes no financieros.

Señala también, que de hecho, el crecimiento global sigue corrigiéndose a la baja, dando cuenta claramente del escenario recesivo en el mundo desarrollado, con efectos que son significativos en el crecimiento de economías emergentes. Indica el señor García que no forma parte aún del escenario base una corrección severa del crecimiento de estas zonas. Por otra parte, agrega que los precios de los *commodities* han seguido cayendo.

Menciona el Gerente de División Estudios que los mercados monetarios locales siguen mostrando normalidad a plazos cortos, con *spreads* algo más altos a plazos más largos. El mercado cambiario y el mercado de renta fija continúan acomodando el conjunto de novedades desde septiembre, posiblemente como indicativas de menor crecimiento y menor inflación, con un tipo de cambio real más depreciado. Las condiciones crediticias internas y externas siguen siendo estrechas.

Señala el Gerente de División Estudios que las cifras de actividad y demanda interna están comenzando a reflejar el impacto del cambio del escenario macro desde septiembre, con lo cual se revisan a la baja las cifras de crecimiento esperadas para éste y el próximo trimestre. Asimismo, agrega que el empleo continúa creciendo, situación que, dados sus patrones históricos, podría cambiar en el caso de la construcción durante el primer semestre de 2009.

Indica el Gerente de División señor García que la inflación del mes de noviembre fue negativa, tal como se esperaba, pero con una variación a la baja menor que la que se anticipaba, debido a mayores precios de perecibles y a cifras de inflación subyacente algo mayores que las previstas. Hace presente el señor García que no obstante, las medidas de



expectativas de inflación volvieron a caer, incluso de manera significativa, ubicándose en 24 meses en 3%.

Menciona el Gerente de División Estudios que las expectativas privadas han tendido a reflejar menores cifras de crecimiento hacia delante que las contempladas en la actualización de proyecciones, y que siguen mostrando una trayectoria a la baja en la Tasa de Política Monetaria.

Manifiesta el Gerente de División Estudios que aunque la decisión concreta para esta Reunión es compleja, la acumulación de antecedentes tiende a confirmar un escenario para la política monetaria hacia el mediano plazo que es, en términos gruesos, congruente con el esperado por el mercado. Señala que en todo caso, solo podrá dar grados mayores de precisión en esta trayectoria, en términos de, por ejemplo, en qué momento se espera en el escenario base llegará a una Tasa de Política Monetaria cercana a la neutral, cuando se discuta un nuevo escenario base en el *IPoM*.

Indica el Gerente de División señor García que la actualización del escenario base presentada en la Reunión de Política Monetaria anterior, llevaba a una trayectoria para la Tasa de Política Monetaria plana por algunos meses para luego, en la medida en que se comenzaran a materializar mayores holguras de capacidad y expectativas de una desinflación rápida, descender de manera significativa en el curso del año 2009. Agrega el Gerente de División Estudios que de los elementos coyunturales de este escenario es aparente que las cifras de inflación observadas no difieren marcadamente de lo previsto, pero con el *IPCX1* y otras medidas subyacentes algo por encima de lo anticipado, mientras que la ampliación de holguras de capacidad, de la mano de condiciones crediticias internas y externas restrictivas, parece estar siendo mayor que la anticipada. Indica también que el empeoramiento de las perspectivas de crecimiento global van en la misma dirección, en términos de las perspectivas de holguras hacia el mediano plazo.

Manifiesta el Gerente de División Estudios que la consideración de estos antecedentes, junto con la evaluación de que, dados los patrones históricos, la inflación subyacente debe comenzar a ceder en el curso de los próximos trimestres, puede motivar el inicio del ciclo de relajamiento monetario en esta Reunión, algo antes de lo previsto en la actualización de proyecciones. Agrega que ello, sin embargo, requiere considerar que las diferencias entre las tendencias inflacionarias proyectadas y efectivas no son lo suficientemente grandes como para afectar la oportunidad de la esperada desinflación.

Por otro lado, el señor García menciona que el segundo elemento tras la rápida desinflación contenida en las proyecciones recientes de mediano plazo, está en que el tipo de cambio y los precios de los *commodities* apoyarán menores presiones inflacionarias mirando hacia delante. En el caso del precio internacional del petróleo y los alimentos, claramente las noticias más recientes van en esa dirección. Por el lado cambiario, esto no resulta tan obvio.

Comenta el Gerente de División Estudios señor García, que el tipo de cambio real continúa en niveles depreciados y bastante por encima de los valores que se consideran de equilibrio de largo plazo. Señala también que no es fácil precisar qué está tras los movimientos cambiarios, pero más allá de sus eventuales implicancias inflacionarias de corto plazo, este nivel del tipo de cambio real admite dos interpretaciones, no necesariamente excluyentes entre sí. Una es que estos niveles ya están internalizando un desempeño cíclico débil, probablemente más intenso que lo previsto, y la consiguiente desinflación y relajación monetaria. Agrega que, alternativamente, de manera menos benigna, que la materialización y las perspectivas de un deterioro de las cuentas externas, en presencia de expectativas respecto de las condiciones financieras que enfrentarán las economías emergentes durante el 2009 por el escenario global de desapalancamiento, requieren de un ajuste rápido, y más que lo esperado en la actualización de proyecciones, el componente importado de la demanda interna.



Manifiesta el Gerente de División Estudios que las consideraciones mencionadas anteriormente tienen que ver principalmente con la magnitud acumulada y el mejor momento para iniciar el ciclo de relajamiento monetario, y no con la conveniencia de que, en el escenario más probable, ello se materialice. Agrega que, por lo tanto, dadas las expectativas privadas y las trayectorias que razonablemente pueden deducirse para la Tasa de Política Monetaria, la inclusión de un sesgo en el comunicado parece ser necesaria y natural, cualquiera sea la decisión de esta Reunión.

Hace presente el Gerente de División Estudios señor García, que un sesgo, acompañado de una reducción de la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión, daría una señal clara de que los antecedentes respecto del desempeño de la actividad real sugieren con suficiente validez que las fuerzas desinflacionarias serán suficientes como para disminuir la inflación en un plazo corto y que los mayores registros subyacentes de inflación son pasajeros. Agrega que, adicionalmente, el inicio claro de un proceso de relajamiento monetario indicaría que el escenario de debilitamiento cíclico será mayor que el previsto en la actualización de proyecciones, en un contexto en que existe poca preocupación por la evolución de las cuentas externas y el tipo de cambio real en los próximos trimestres. Asimismo, señala que en el caso de decidirse por una reducción de la Tasa de Política Monetaria, la magnitud elegida está igualmente vinculada a estas consideraciones.

Indica el Gerente señor García que la mantención de la Tasa de Política Monetaria, junto con el sesgo, sería indicativo de que el escenario contemplado en la actualización de proyecciones sigue siendo válido y que el debilitamiento de la demanda interna y la actividad están —en lo grueso— dentro de lo previsto. Agrega que la inclusión de un sesgo permitiría señalar que, a pesar de las cifras de inflación subyacente, no hay evidencia suficiente como para descartar que se dé el esperado quiebre en la tendencia inflacionaria en los próximos trimestres.

Hace presente el señor García, que por los antecedentes discutidos, desde el punto de vista táctico parece razonable que una reducción de la Tasa de Política Monetaria permita validar expectativas de reducciones adicionales en los meses que siguen. Agrega que, dada la actual coyuntura, un inicio abortado de la senda de relajamiento monetario, es decir, con pausas prolongadas que sigan a una reducción moderada inicial de la Tasa de Política Monetaria, podría ser particularmente costoso. Indica que en este sentido, esperar a contar con más información puede considerarse valioso. Señala que el valor de esperar es menor si se tienen mayores grados de certeza respecto de que el proceso de relajamiento monetario, una vez iniciado, será sostenido.

Finalmente, el Gerente de División Estudios señor García menciona que desde el punto de vista comunicacional, tanto la mantención como la reducción de la Tasa de Política Monetaria están dentro de lo considerado plausible por el mercado. Asimismo, menciona que esto difiere de la situación de expectativas en las dos reuniones pasadas. Agrega, también, que por ello, cualquiera de ambas decisiones posiblemente no sea sorpresiva. Respecto de la trayectoria futura de la Tasa de Política Monetaria, señala que sí parece ser el caso que la exclusión de un sesgo será percibida de forma anómala, sea cual sea la decisión que se adopte. Por supuesto, estima que el grado de precisión y certeza que se le dé al sesgo, depende de las mismas consideraciones detalladas anteriormente.

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

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón señala



que las últimas cifras conocidas han ido configurando un escenario de desaceleración económica que va más allá de lo proyectado en la actualización del *IPoM* efectuada en el mes de noviembre. Agrega que lo anterior, hace altamente probable que en los próximos meses se vean datos de menor crecimiento y menor inflación. Señala también que, en línea con lo anterior y de acuerdo a la información proporcionada por la Gerencia de División Estudios, en este trimestre se tendrá una demanda que cae 10% con respecto al anterior.

En consideración a ello, el Gerente de División Operaciones Financieras comenta una serie de datos entregados recientemente, en variación o en niveles, que apoyan este escenario económico más deteriorado: a) producción industrial de transables, b) producción de minería, c) ventas del comercio, d) ventas de autos, e) indicadores de construcción, como cemento, materiales y permisos, e f) importaciones de bienes de consumo, excluyendo e incluyendo autos y bienes de capital, o son negativos o tienen tasas de variación negativas.

Agrega el Gerente de División Operaciones Financieras que sin embargo, en el contexto de esta desaceleración, mucho más llamativos son los datos de salarios reales, los que decrecen a tasas del 2%, y el aumento no revertido de las tasas de colocación del sistema financiero, de 400 puntos base en el último mes y medio. Menciona el señor De Ramón que ello puede configurar un panorama de caída de demanda abrupta en los próximos meses y le imprime un efecto acotado a la propagación inflacionaria que enfrentaremos prontamente. Señala también, que las tasas a lo largo de la curva hace ya largas semanas que están capturando este escenario y que ni siquiera las mayores cifras de inflación X1 del último mes, las hizo revertir.

En relación a lo anterior, el Gerente señor De Ramón señala que la pregunta relevante entonces es, cuándo comienza el ciclo de bajas por parte del Banco Central de Chile. Asimismo, señala que en su opinión, esta pregunta no es la más relevante, pues este ciclo debe partir hoy. Indica que la pregunta más importante que cabe formular es en qué grado debiera bajar la tasa hoy, esto es, si en 25 puntos base o más que eso.

Continúa su exposición, argumentando que las últimas cifras de inflación, en especial las subyacentes, no apoyan ni hacen conveniente una decisión de bajar hoy la Tasa de Política Monetaria. Agrega que condicionar el comienzo del ciclo de baja de tasas a menores registros inflacionarios es un error, dado que una baja de la Tasa de Política Monetaria recién tendrá efecto en actividad en un año más como mínimo. Sobre lo mismo, el señor De Ramón hace presente que partir en enero o en febrero hasta tener IPC X o X1 más bajo, postergará innecesariamente la implementación de una política contracíclica que a su parecer ya es necesaria.

El Gerente de División Operaciones Financieras señala que, considerando que hoy las tasas reales de bonos soberanos en el horizonte de dos años están al 4,5%, es decir, 100 a 150 puntos base sobre su nivel de tendencia, y que los *spreads* de colocación están adicionalmente 400 puntos base más arriba, el efecto de equivocarse si ex post la decisión de bajar la Tasa de Política Monetaria sería un error que es asimétrico (y menor) del efecto de equivocarse si ex post postergar una baja sería un error.

El Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón fundamenta su exposición, en el hecho de que hoy es posible comenzar a bajar la Tasa de Política Monetaria y dependiendo de su magnitud, no necesariamente esta medida va a impulsar una actividad económica, dado que las tasas son hoy contractivas. Agrega que bajar la Tasa de Política Monetaria significaría hacer algo menos contractivas las condiciones crediticias, pero no expansivas.



Señala, asimismo, que justamente, la data dependencia debiera condicionar la magnitud de la baja, pero no la decisión de mantener o bajar la tasa hoy. Agrega que si en los próximos meses se vieran registros de inflación subyacentes que no han bajado lo suficiente, la respuesta de política debiera ser bajar en 25 puntos base por Reunión de Política Monetaria, sabiendo que se tiene una cuenta de ahorro por haber llevado la Tasa de Política Monetaria al 8,25%, muy por sobre sus niveles de expansividad.

Menciona que si por el contrario, la inflación cayera más rápido de lo proyectado, en los próximos meses entonces la respuesta de política para las próximas reuniones debiera ser de bajas más agresivas de 25 puntos base.

En consideración a lo anterior, el Gerente de División Operaciones Financieras estima que la discusión en relación a que si se está atrás o delante de la curva o de si una posible baja de la Tasa de Política Monetaria en el día de hoy no fuera creída por el mercado, entendiendo esto último como una respuesta nula en la curva de rendimiento, hoy no le preocupa. Manifiesta el señor De Ramón que el mercado y los agentes hace tiempo que esperan que el Banco Central de Chile reduzca la Tasa de Política Monetaria drásticamente, en los próximos meses: el BCP-5 está en 6,20% y ha caído 50 puntos base desde la última Reunión y más de 200 puntos base desde sus máximos en agosto-septiembre. Asimismo, señala que la tasa *swap* anticipa una baja de la Tasa de Política Monetaria de 175 puntos base en un año.

Finalmente, y dado lo anterior, el Gerente de División Operaciones Financieras señor Beltrán De Ramón recomienda al Consejo reducir la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base en el día de hoy.

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

El Gerente de División Política Financiera señala que desde la última Reunión de Política Monetaria, han surgido una serie de noticias que sugieren un deterioro de las condiciones de demanda agregada en el horizonte de política relevante. Señala el señor Cowan que en primer lugar, destacan los factores externos, es decir, no hay una corrección sustancial en las variables centrales del sistema financiero internacional, los *spreads* de las tasas a las cuales están captando los bancos persisten a niveles inusualmente altos, las perspectivas crediticias recogidas por las encuestas a los principales bancos en los Estados Unidos de América sugieren condiciones hacia delante restrictivas y los mercados financieros no bancarios siguen lejos de retornar a algo similar, es decir, a una situación normal.

Agrega el señor Cowan que las condiciones a las cuales se están endeudando las empresas y bancos chilenos, siguen en una situación deteriorada respecto a lo que se percibía incluso al mes de julio de este año y claramente respecto al mismo mes del año pasado. Los *spreads* a los cuales se está endeudando la banca chilena se mantienen a niveles altos y no se nota un deterioro significativo, respecto, a las condiciones de octubre, lo que claramente constituye un *shock* de tasas internacional relevante hacia el alza. Señala también el señor Cowan, que las condiciones de demanda externa también muestran señales de deterioro más profundos y prolongados. Agrega que las proyecciones de crecimiento que mostró la Gerencia de División Estudios en la Reunión de la mañana, constituyen un buen resumen del deterioro proyectado del crecimiento mundial y, en particular, de nuestros socios comerciales. Asimismo, menciona que por el lado doméstico, y también recogiendo lo que son *shocks* negativos de la demanda agregada, en el horizonte de política, hay tres noticias que corroboran una visión más contractiva. En primer lugar, el deterioro importante en el margen de los indicadores líderes o coincidentes de la actividad del sector construcción, como indicó también la Gerencia de División Estudios; el Imacec también sorprende a la baja; y, los créditos



en particular, especialmente, el crédito de consumo muestra una desaceleración importante, incluso con una caída en términos reales. Agrega, el señor Cowan que especular expansivamente a cuánto de esta contracción crediticia corresponde a un cambio de expectativas hacia delante o cuánto a una contracción de oferta, por factores que han sido discutidos en extenso corresponde al efecto de demanda agregada neto, que es el mismo que contractivo. Continúa su exposición el señor Cowan, indicando que por el lado del *shock* crediticio, cree que las tasas de colocación y sus *spreads* de sugieren que esto no solamente es un *shock* de demanda, sino que también es factor de oferta, como mencionó el Gerente de División Operaciones Financieras en su presentación.

Por otra parte, el Gerente de División Política Financiera señor Cowan manifiesta que se observan tasas de colocación que están a 800 puntos base por sobre la Tasa de Política Monetaria, cuando lo normal son 400 puntos base, sea esto por riesgo de liquidez, por una percepción de riesgo de crédito hacia delante, y que el efecto neto es una menor demanda agregada en el horizonte de política. Agrega, que con ello la Tasa de Política Monetaria no solamente está en rango contractivo sino que las condiciones crediticias en general están en dicho rango, inusualmente severo, y del cual hay que volver a eventos del año 98 para encontrar datos similares. Asimismo, señala el señor Kevin Cowan que las condiciones de demanda externa restrictiva, las condiciones de financiamiento externo restrictivo, las noticias respecto al sistema financiero doméstico, como también la actividad doméstica, sugieren un panorama de demanda agregada en el horizonte de política deteriorado, respecto a la Reunión anterior.

Continuando con su comentario, el Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que quiere agregar tres ingredientes más para la discusión. Primero, enfatizar la marcada baja real que están experimentando los salarios en los últimos meses, que se ha acelerado en el último mes. Segundo, enfatizar la pérdida sustancial de riqueza que se ha generado en el país por parte de los ahorrantes privados en sus Fondos de Pensiones. Señala el señor Cowan que datos de la Superintendencia de Pensiones dan cuenta de una pérdida de riquezas del orden de 230 mil millones de dólares. Agrega que es cierto que el efecto es indirecto, pero que efecto debe haber, y la gente efectivamente va a ajustar su comportamiento de consumo y las decisiones hacia delante, teniendo en cuenta que por lo menos una parte de esa pérdida de riquezas no es claro que se vaya a revertir. Finalmente, el señor Kevin Cowan menciona una serie de aspectos que cree que son relevantes a la hora de entender la robustez de la economía chilena ante *shocks* financieros y reales como los que está mencionando. Señala, asimismo, que sobre esta materia quiere ofrecer una interpretación alternativa a la reticencia de países como México y Brasil de bajar sus tasas de interés. Hace presente, en relación a esta materia, que una interpretación es la preocupación inflacionaria, y la otra es generar con esta baja de tasas un *stock* o agravar una salida de capitales, que en algunos casos, no es solamente incipiente sino que materializado.

El Gerente de División Política Financiera comenta que la robustez de la economía chilena en términos de sustentación internacional, justamente da el espacio para tener un comportamiento de tasas que no necesariamente tiene que tomar en consideración las preocupaciones de capital *flight*. Agrega, asimismo, que no se ha visto una fuga de capitales hasta ahora, en ninguna dimensión, y también cree, como se mencionó en la mañana, que es crucial que las tasas de interés de los papeles del Banco Central de Chile y papeles públicos nominales en Chile han caído. Agrega el señor Cowan que es un hecho básicamente sin precedentes en términos de los países emergentes, incluso en países emergentes en una situación de estrechez financiera.

Señala además que el marco de política monetaria le da a Chile un espacio de hacer una política de demanda anticíclica, que es la que se debería estar implementando. Agrega el señor Kevin Cowan que, por todo lo anterior, sugiere una rebaja de tasas en esta Reunión. Sin embargo, señala que persiste la preocupación de que los efectos inflacionarios



puedan producir hacia delante una depreciación del peso y en este aspecto quiere comentar que el grueso del *pass-through* debería darse en el horizonte de un año. Ahora, considerando la inflación a un año, el grueso de este efecto ya se debería haber diluido. Indica que lo que está ilustrando, obviamente, depende en forma crucial, de la expectativa hacia delante de la inflación, el anclaje de ésta y eso a su vez de la credibilidad del Banco Central de Chile.

Señala el expositor que el *set* de información que se tiene respecto a las proyecciones futuras de inflación, sugieren que la mayoría del mercado y la gente en general, están esperando una inflación claramente en línea con la meta de política del Banco Central de Chile. Agrega que en ese sentido y con todo los *caveats* que merecen las percepciones del mercado implícito en las tasas, se está en una situación en la cual no se tienen expectativas ancladas y, por lo tanto, potenciales efectos persistentes de esta depreciación, deberían verse reducidos y en consecuencia, el grueso se ubicará en el horizonte de corto plazo y no en el de política.

El Gerente de División Política Financiera señor Kevin Cowan señala que por las razones expuestas y, teniendo en cuenta el aspecto inflacionario, la depreciación y la perfección de capacidad de ajustar a un *shock* la demanda externa, es que en esta ocasión sugiere que el ciclo de baja de tasas comience en esta Reunión.

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 cualquier discusión, antes de entrar en los detalles concretos, es bueno fijar una perspectiva general. Estima que esta discusión no va a ser todo lo fructífera que podría ser, si no se sitúa dentro de un marco que es extraordinario y anómalo. Comenta el señor Ministro que si alguno de los aquí presentes hace un año atrás hubiera dicho que doce meses más tarde, de los cinco bancos de *Wall Street* no iban a existir tres; que las tres automotoras de Detroit hoy día están quebradas y que los principales bancos de Europa iban a estar en manos del Estado, a esa persona probablemente se le habría invitado a salir de la Sala y se le habría dado un calmante. Pues bien, eso es exactamente lo que ocurrió y la pregunta hoy, en términos del impacto de estos eventos, le parece que la formuló muy bien el sindicalista señor Arturo Martínez en un Seminario de Enade la semana pasada. Agrega que la pregunta que él formuló se refería a cómo es que eventos tan grandes no han tenido un impacto similarmente grande en la actividad. Al respecto, comenta que la respuesta que está tentado a entregar es que ese impacto va a llegar, y sencillamente no lo ha sido aún, y la tendencia de deterioro abrupto que vemos en todos los indicadores, prácticamente en todos los países del mundo, sugiere que ese deterioro está llegando y que va a ser congruente con la magnitud de los eventos que han ocurrido, que son absoluta y totalmente anómalos y sin precedentes.

En el caso de Chile, menciona el señor Ministro que existen fortalezas y ventajas obvias que tiene nuestra economía, pero que le parece evidente que las innovaciones respecto a la información disponible en las Reuniones de Política Monetaria de unos meses atrás son de nuevo dramáticas. Comenta que no vale la pena recabar los antecedentes, ya que ello se realizó muy bien en la Reunión de la mañana, pero cree que hay un dato que lo resume todo y que consiste en una caída esperada en la demanda agregada. Señala el señor Ministro que una banda interna de 10% trimestre contra trimestre es absoluta y totalmente inédita y resulta un show de preocupaciones descomunal. Menciona que esa situación le da un marco distinto a la discusión de hoy día, en relación a otras discusiones en el pasado. Además, considera el señor Ministro que ha habido un agravante, que no es responsabilidad de nadie, sino que una respuesta endógena del sistema y es que con un alza en los *spreads* y en las primas de riesgo, endógenamente la política monetaria o al menos el costo del crédito se ha incrementado dramáticamente y por lo tanto, existe un divorcio creciente entre las señales que indica la



política monetaria o la Tasa de Política Monetaria y las señales del costo del crédito, que indican las tasas que fija el mercado.

Hace presente el señor Ministro, que lo anterior ha tenido un impacto que es el endurecimiento endógeno de la política monetaria, por lo cual las condiciones de por sí restrictivas de la economía mundial se han hecho aún más restrictivas. Ante este escenario, el señor Ministro se pregunta qué han hecho los países que siguen metas de inflación como políticas creíbles y tipos de cambio flotante. Le parece que en los países escandinavos, en Gran Bretaña y en los países de Oceanía, entre otros, no solo han bajado agresivamente las tasas de interés, sino que las han bajado agresivamente cuando la inflación iba al alza, y cuando la inflación estaba aproximadamente al doble del nivel de la meta. Menciona que si se hace el ejercicio de graficar la Tasa de Política Monetaria de esos países y la inflación mensual, se observa que en todos ellos empezó el ciclo de baja de tasas cuando la inflación estaba en 5% o en 6%, con metas del 2% y del 3%, y con uno o más meses que aún quedaban al alza, antes de que la inflación empezara a revertirse. Por lo anterior, el señor Ministro se pregunta por qué esos países lo hicieron así. En su opinión, por una razón muy sencilla. La política óptima en las metas de inflación es *forward*, anticiparse a lo que va a venir y no reaccionar a lo que ya ocurrió, y considera que éste es el desafío para la política monetaria en Chile. Hacer una buena evaluación de lo que está por venir y reaccionar oportunamente. Estima que en este contexto, los países que siguen metas de inflación y que pertenecen al mundo industrializado son referentes más cercanos para nuestra propia decisión, que los países que siguen metas de inflación en América Latina, pues ellos tienen al menos dos tipos de restricciones que nosotros no tenemos. Primero, que tienen temores, no sabe si justificados o injustificados, pero temores importantes de fuga de capitales; y, segundo, que tienen potenciales efectos de balance que en Chile están ausentes. Comenta que es bien sabido que en México y en Brasil las depreciaciones incipientes o no tan incipientes crearon serios problemas con la imagen corporativa. En Chile, una depreciación del 20% no creó ninguno de estos problemas. Por lo tanto, indica que no se tiene la restricción de fuga de capitales ni la de balances, y que por ello se debería tener muchísima más libertad para usar la política monetaria de un modo más cercano a cómo lo hacen en los países como Australia y Suecia que se asemeja al de Brasil, Colombia o México.

Finalmente el señor Ministro concluye que por todo lo expuesto resulta absolutamente indispensable que la Política Monetaria en Chile se vuelva menos contractiva porque hoy, el incremento endógeno en torno de las tasas de mercado es efectivamente contractivo y se podría discutir si va a ser expansiva o neutra. Señala que es evidente, o al menos para él, que no debe ser contractiva, dadas las expectativas plausibles que se pueden tener de lo que ocurra hacia delante. Por lo tanto, estima que la señal que se envió hoy respecto tanto a la tasa que se fije con esta decisión de esta Reunión, como la señal que se indique respecto a la secuencia futura de tasas y, coincidiendo con el señor Vicepresidente que esto es absolutamente crucial, ambas señales son claves y el conjunto de estas señales hoy debería indicar, sin duda, que hay un cambio en la etapa o en el ciclo de política monetaria y que empieza una etapa de mayor relajación o menor restricción. Asimismo, estima que una baja de tasas hoy día sería recomendable, y si esa baja no fuera el resultado de la decisión del Consejo, le parece absolutamente imprescindible que en términos del sesgo y en términos del comunicado, se dé la señal que más allá de consideraciones de carácter de corto plazo o táctico, respecto a la oportunidad en que se baja la tasa por primera vez, el énfasis, la orientación y el sesgo de la política han variado en consideración de los eventos de los últimos treinta o sesenta días, y que por lo tanto, la respuesta endógena del mercado debería ser empezar a ajustar las tasas a la baja. Considera que esa señal se puede dar con una modificación de la Tasa de Política Monetaria y si eso no ocurre, también a su juicio, debería darse dicha señal con un comunicado que, en este caso, sea lo más claro y tajante posible respecto del sesgo y de la futura orientación.



El señor Presidente agradece los comentarios del señor Ministro y ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

El Consejero señor Sebastián Claro manifiesta que la decisión de hoy es difícil ya que se produce en un contexto donde se observa una desaceleración en la actividad, cuya magnitud se desconoce pero parece ser importante, y donde las cifras de inflación y sus perspectivas muestran que: i) la inercia de la inflación es alta, ii) los menores precios de combustibles contribuirán a un menor nivel de precios, y iii) las expectativas de inflación han caído de manera importante. Señala el Consejero señor Claro que los elementos citados precedentemente reafirman que el ciclo de alza de tasas ha terminado y que probablemente en los próximos meses sea deseable y necesario comenzar con un proceso de relajamiento monetario importante.

Indica el señor Claro que la pregunta de fondo es en qué momento y con qué velocidad debe conducirse este ajuste de política monetaria. Manifiesta que los altos grados de indexación de la economía chilena sugieren que las medidas de inflación de tendencia se mantendrán altas por varios meses antes de comenzar a mostrar señales de disminución y que la política monetaria sin embargo debería ser *forward looking*, y por lo tanto, esperar a la materialización de la menor inflación de tendencia, podría significar un retraso injustificado en el cambio de dirección. Sin embargo, comenzar el proceso de manera anticipada también tiene costos, que en opinión del señor Consejero son de dos tipos: a) La decisión no es sobre un nivel para la Tasa de Política Monetaria sino sobre toda una trayectoria. Indica que esta trayectoria no debe quedar excesivamente supeditada en su curso a los vaivenes naturales de los registros de inflación/actividad mensual y que iniciar este proceso cuando todavía existen dudas justificadas sobre la velocidad y *timing* de la menor inflación introduce el riesgo de hacer de la nueva trayectoria de política monetaria un proceso errático, con grandes costos y b) Señala el Consejero señor Claro que la conducción de la política monetaria como instrumento contracíclico debe estar restringida al compromiso con la estabilidad de precios. Lo anterior aparece como especialmente relevante, en un contexto donde la crisis internacional se produce cuando la inflación es muy alta, y donde todavía no existen indicios de un cambio en la tendencia de la inflación subyacente. Señala el Consejero señor Claro que aún sin la necesidad de tener toda la evidencia para actuar, la eficacia contracíclica de la política monetaria requiere credibilidad por parte del mercado que la trayectoria para la inflación no está en duda, de manera de afectar las tasas de interés relevantes. Estima el Consejero señor Claro que no se está hoy en condiciones de dar seguridad sobre lo señalado anteriormente.

Manifiesta el Consejero señor Claro, que es evidente que las perspectivas de menor actividad constituyen una señal clara que habrán menores presiones inflacionarias. Más allá de los efectos puntuales, no por eso menos importantes, de los menores precios de combustibles, la inflación en el mediano plazo se juega en el grado de inercia de ésta, en la evolución del tipo de cambio, y en las presiones de demanda. Indica el señor Consejero que estos determinantes sugieren sin duda que se experimentará una caída en la inflación, pero su magnitud y rapidez es desconocida. Lo anterior lo expresa debido a que si hoy se mantiene la tasa se corre el riesgo de estar detrás de la curva en la medida que nuestro criterio de decisión sea la actividad. Pero en su opinión no estamos corriendo el riesgo, o para ser exactos ese riesgo es significativamente menor, si efectivamente nuestra métrica es la inflación esperada/proyectada, y el costo de anticipar una baja en la trayectoria de tasas puede tener efectos negativos duraderos sobre la eficacia de la política monetaria.

Para el Consejero señor Claro lo señalado anteriormente es el *trade-off* central de nuestra decisión de hoy. Indica que bajar la tasa sería percibida nítidamente como una reacción, justificada sin duda, a un menor dinamismo en la actividad, pero no necesariamente como respuesta a una menor trayectoria esperada de la inflación. Le parece que es deseable esperar, y marcar claramente al mercado que la trayectoria de la política monetaria esperada por éste será validada por el Banco Central de Chile en los próximos meses, y que el *timing* y



velocidad de ese ajuste dependerá de nuestra evaluación sobre la trayectoria de la inflación y el impacto de las condiciones financieras internacionales y domésticas en ésta.

Por las razones expuestas, el Consejero señor Sebastián Claro expresa que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en 8.25% e incorporar un sesgo a la baja con las características antes mencionadas.

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

Señala el Consejero señor Marshall que las noticias del último mes han tendido a confirmar e intensificar las debilidades y riesgos del escenario macro delineado al momento de efectuar la actualización de nuestras proyecciones en el mes de noviembre pasado.

Indica que en el frente externo, los deterioros se han profundizado. Los mercados financieros, si bien han dado algunas señales de alivio, permanecen prácticamente todos en niveles estresados. Las condiciones crediticias siguen siendo muy restrictivas e incluso se han vuelto a endurecer en lo más reciente. Señala que en materia de actividad, el panorama es sombrío. Las cifras dan cuenta en lo más reciente de una contracción en las economías avanzadas y de una significativa desaceleración en las economías emergentes. En tanto, las proyecciones de crecimiento para el próximo año se han ajustado nuevamente a la baja en forma generalizada y congruente con ello, los precios de las materias primas han vuelto a caer, desde los bajos niveles en los que se encontraban. Señala que en este cuadro poco alentador, la buena noticia es que las presiones inflacionarias a nivel mundial se han reducido significativamente, lo que ha sido reconocido por los mercados en la formulación de sus expectativas de inflación.

Agrega a ello el Consejero señor Marshall que la incertidumbre respecto de la evolución de la economía mundial sigue siendo muy alta. La crisis financiera no concluye y por tanto resulta difícil definir con precisión todos sus efectos y alcances. Al mismo tiempo, señala que existen dudas sobre la intensidad y duración de la recesión en las economías avanzadas y sobre sus efectos finales sobre las economías emergentes. Indica que un punto de particular preocupación es la interacción entre crisis financiera y recesión y la eventual composición de efectos adversos. En todo caso, los riesgos están claramente sesgados en un sentido negativo.

Hace presente el Consejero señor Enrique Marshall que en el frente interno, el mercado monetario ha mostrado una tendencia hacia la normalización. La tensión observada en septiembre y octubre se ha disipado en una medida importante, lo que indicaría que las condiciones objetivas bajo las cuales se desenvuelve nuestro sistema bancario no son comparables a las que prevalecen en los mercados donde se ubica el epicentro de esta crisis. Sin perjuicio de lo anterior, señala el señor Consejero que las condiciones crediticias internas han permanecido en niveles restrictivos. Las tasas de interés subieron bruscamente cuando se desencadenaron las tensiones de liquidez, y se han consolidado en niveles más altos que los prevalecientes hasta agosto pasado, lo que reflejaría no sólo una preocupación de los bancos por el costo y el acceso a su financiamiento, sino principalmente su percepción de un mayor riesgo de crédito entre sus clientes, dado que se anticipa una significativa desaceleración de la actividad y el empleo para los próximos trimestres. Hace presente que el crédito no parece afectado solo por el lado de la oferta, ya que existen indicios de que la demanda también se ha resentido, lo cual es congruente con el deterioro de las expectativas de los agentes económicos, fenómeno del que dan cuenta las encuestas especializadas, tanto para personas como para empresas.

Comenta el Consejero señor Marshall que el resultado práctico de todo lo expuesto debería ser una desaceleración de los agregados de créditos, bastante más intensa y



generalizada que la observada en el curso del último tiempo, con sus consiguientes efectos sobre la demanda y la actividad. Lo anterior ya lo sugieren las cifras más recientes en materia de colocaciones, especialmente cuando se consideran tasas de variación real. Indica que las cifras de demanda y actividad muestran un menor dinamismo que el anticipado en meses anteriores. Agrega que el IMACEC de octubre sorprendió a la baja, mientras, el mercado ha vuelto a reducir sus proyecciones de crecimiento para el próximo año.

A pesar de lo expuesto, manifiesta el Consejero señor Marshall que el mercado laboral no refleja, por el momento, esa mayor debilidad de la actividad interna. Indica que lo más probable, es que el empleo se vea afectado con algún rezago y que ello se haga sentir en el curso del próximo año.

Señala que el registro mensual de inflación de noviembre marcó un quiebre respecto de lo observado en meses anteriores, lo que se explica en medida importante por la caída en el precio de los combustibles. Sin embargo, comenta el señor Consejero que el diagnóstico en materia inflacionaria presenta complejidades. Por un lado, la inflación pasada es alta y persiste algún grado de inercia en el tiempo, entre otras cosas, debido a la existencia de mecanismos de indexación bastante enraizados. Todo ello hace que muchas de las medidas e indicadores de inflación no muestren ni anticipen cambios significativos en el corto plazo. Señala que el diagnóstico cambia al considerar las proyecciones y las expectativas de inflación para el mediano plazo, ya que éstas últimas se han ajustado significativamente a la baja y, en la actualidad, dan cuenta de un claro cambio de tendencia en el horizonte de 12 y 24 meses, que son los pertinentes para la política monetaria. Tanto es así, que las expectativas de los analistas para el plazo de 2 años, por primera vez en varios meses, se han ubicado nuevamente en torno a la meta. En todo caso, comenta el Consejero señor Marshall que para efectos de nuestro diagnóstico de la dinámica inflacionaria sigue siendo clave el comportamiento de las remuneraciones, las que hasta ahora, siguen creciendo a tasas inferiores a la inflación y por tanto no parecen estar generando presiones adicionales.

El Consejero señor Enrique Marshall agrega que congruente con proyecciones más bajas de crecimiento e inflación, el mercado ha ajustado también sus expectativas para la Tasa de Política Monetaria. Indica que ya no parece en discusión que el próximo movimiento será a la baja y se anticipa que éste podría ocurrir antes de lo previsto con anterioridad. La encuesta para analistas sugiere que el ajuste acumulado hasta el mes de febrero alcanzaría a los 50 puntos base. En este contexto, le parece bastante claro al señor Consejero que la política monetaria debe iniciar prontamente un proceso gradual de ajuste o normalización y que ello debe ser comunicado al mercado.

Manifiesta el Consejero señor Marshall que el endurecimiento de las condiciones crediticias; el deterioro de las expectativas de los agentes económicos; la fuerte desaceleración de la actividad proyectada para los próximos trimestres y el ajuste en las expectativas de inflación, son antecedentes suficientemente contundentes para apoyar esta acción de política.

En la práctica, señala que el cambio de escenario ha conducido a un endurecimiento de la política monetaria, para un mismo nivel de Tasa de Política Monetaria nominal. La tasa real y, particularmente, la tasa real enfrentada por los agentes económicos, ha subido en forma importante, en circunstancias que las condiciones macro se han deteriorado y la tasa neutral de corto plazo bien puede estar sintiendo los efectos de este ciclo económico adverso. Indica que todo ello refuerza la conveniencia de proceder a una cierta normalización de la política monetaria.

Admite el Consejero señor Marshall que la decisión de introducir un ajuste se podría postergar por algún tiempo breve, si se introduce un sesgo que anticipe la dirección de los próximos movimientos, pero se inclina por hacerlo de inmediato, ya que generaría mayor certidumbre y contribuiría a facilitar el proceso de ajuste financiero y real que debe tener lugar



de todas formas. Además, señala que como sería una rebaja de 25 puntos base, ello indicaría que el cuadro macro sigue siendo complejo y que la política monetaria se revisará con prudencia evaluando cuidadosamente los antecedentes que se vayan conociendo.

En contraposición a la opción de un ajuste próximo o inmediato, manifiesta el señor Consejero que podría argumentarse que no se debe emprender ni anticipar ninguna acción de política, mientras no se observen avances efectivos en materia de inflación. Sin embargo, como estos avances pueden ser modestos en los próximos meses, este planteamiento podría conducir a postergar una decisión de política más allá de lo razonable, lo que conlleva el riesgo de quedar atrás de los acontecimientos y forzar a realizar a destiempo ajustes abruptos, que terminen generando costos más altos.

En consecuencia, por las razones expuestas, el Consejero señor Enrique Marshall indica que vota por bajar la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos base para dejarla en un nivel de 8% anual. Junto con ello indica que se inclina por consignar un sesgo a la baja en la orientación de la política monetaria.

El Consejero señor Manuel Marfán agradece el análisis efectuado por el *staff*.

Respecto de la Minuta de Opciones, hace suyo el listado de los antecedentes relevantes a considerar desde la anterior Reunión, contenidos en el párrafo dos de la misma, a la que agregaría tres elementos importantes que no se han señalado con énfasis suficiente.

En primer lugar, la evidencia reciente respecto a la economía mundial muestra que las economías emergentes están más acopladas al ciclo de las desarrolladas que lo que se suponía y, eso es un elemento que es particularmente preocupante dadas las recientes cifras del comercio exterior en China .

En segundo lugar, el tipo de cambio continúa reflejando un desalineamiento relevante respecto de los fundamentos de largo plazo en la economía chilena. Indica que no cree que ese nivel actual de tipo de cambio esté reflejando una situación de equilibrio que converja hacia algo razonable.

En tercer término, aunque falta evidencia adicional, la que ya existe tiende a mostrar un cambio brusco y abrupto en la demanda interna. Le parece que no es posible, con la información de que se dispone, desagregar ese cambio entre variación de inventario y cuánto sería ésta en el resto de la demanda interna.

Respecto de la decisión que tenemos que tomar hoy día, los argumentos que normalmente uno tiene para un buen decidir tienen que ver con la brecha entre inflación proyectada e inflación meta. Al respecto, tanto la inflación proyectada como la inflación esperada de acuerdo a la encuesta de expectativas económicas, por primera vez en varios meses tienden a coincidir con la inflación meta dentro del horizonte de política. Por otra parte, la brecha de PIB aparentemente se está cerrando a una velocidad mucho mayor que la esperada. Por lo tanto, señala que considerando solamente estos dos argumentos, que son argumentos estándares y tradicionales del régimen de política económica que aplica, deberíamos movernos con rapidez hacia una instancia monetaria neutral, dado que la tasa de interés actualmente está muy por sobre la neutral, apunta claramente a bajas rápidas y bruscas en la Tasa de Política Monetaria. Agrega, que pensado en reducciones de 50 puntos base o más, no con la justificación que tienen muchas de las economías desarrolladas de provocar un estímulo, sino que más bien de eliminar un sesgo contractivo que tiene actualmente la política monetaria, cuyo sentido es totalmente distinto.



Sin embargo, estima que ese tipo de razonamiento normalmente se basa en una economía que está en una trayectoria hacia un equilibrio estacionario y el rol que cumple la política monetaria es tratar de acelerar esa trayectoria.

Plantea el Consejero señor Manuel Marfán, que varias veces ha justificado votos en anteriores Reuniones de Política Monetaria que difieren de lo que sería el status quo teórico, por la existencia de variables que están desalineadas de su equilibrio estacionario, que están fuera de lo que sería el marco teórico que normalmente considere, y que en este caso corresponde particularmente al tipo de cambio.

A su juicio hay una razón adicional a la que está señalada en la Minuta de antecedentes respecto a lo que puede estar explicando el nivel de depreciación del peso chileno y es una demanda por liquidez en moneda extranjera, que en este caso es el dólar y que ha estado provocando, por lo demás, una apreciación del dólar norteamericano prácticamente en todas las economías del mundo. Señala, que ese nivel de tipo de cambio claramente no es consistente ni compatible con un equilibrio estacionario de largo plazo, y no elementos que tiendan a mover las paridades cambiarias hoy en día hacia ese equilibrio estacionario. Agrega, que cuando esto ha ocurrido, en coyunturas muy lejanas, históricamente anteriores, normalmente la variable de ajuste es la inflación, presiones inflacionarias en las economías que están sobredepreciadas y presiones deflacionarias en las economías que están sobreapreciadas, y cree que esa no es la forma normal y natural de acercarse al equilibrio.

Por lo tanto, estima que es particularmente complejo tomar una decisión en materia de política económica cuando exista algún desequilibrio complejo y complicado, en alguna variable tan relevante ya que implicaría tomar una decisión que tienda a agravar aún más ese desequilibrio. Así como antes le pareció que la política monetaria debiera complementarse con la política cambiaria, en su opinión en esta oportunidad también esa es una combinación que no debiera descartarse. Solicita que este último comentario no se incluya en la Minuta respectiva.

Menciona que mientras exista ese desequilibrio, que cuando permanece más allá de lo debido tiende a corregirse con sobreajustes que son muy costosos y mientras persista estima que no es conveniente tomar decisiones de manera que tiendan a exacerbarlo aún más. Por lo tanto, aún cuando todo el bagaje de información bajo una situación normal apuntaría a una baja muy brusca y abrupta de la Tasa de Política Monetaria, en esta oportunidad, estima que lo más conveniente es iniciar el ciclo de reducciones de la tasa de interés, una vez que los precios relativos estén alineados en una trayectoria que converja a un equilibrio a largo plazo con fundamentos. En razón de lo expuesto el Consejero señor Manuel Marfán señala, que su voto es por mantener la Tasa de Política Monetaria en esta ocasión, en su nivel actual.

El Vicepresidente señor Jorge Desormeaux manifiesta que en la Reunión de Política Monetaria de octubre de 2008, el Banco Central de Chile optó por mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria, luego de una evaluación de la Gerencia de División Estudios acerca del impacto contractivo que tendría el nuevo escenario externo y su repercusión sobre las condiciones crediticias internas, las que mostraban un estrechamiento.

Dicho ejercicio, que dio lugar a una actualización de las proyecciones del *IPoM* de Septiembre, planteaba que la trayectoria de la Tasa d Política Monetaria necesaria para garantizar la convergencia de la inflación a la meta de 3% contemplaba mantener plana la dicha Tasa por algunos meses, para luego, en la medida que se materializaran condiciones favorables para una caída de la inflación, esencialmente expectativas ancladas y mayores holguras de capacidad, proceder a un rápido ajuste hacia tasas neutrales a lo largo del año 2009. Indica el señor Vicepresidente que la elaboración del *IPoM* de Enero de 2009, proporciona una oportunidad ideal para revisar este escenario y corregir dicho curso, en caso de ser necesario.



Sin embargo, señala el Vicepresidente señor Desormeaux que desde el 14 de noviembre de 2008, fecha de la actualización del *IPoM*, han tenido lugar una serie de desarrollos que obligan a reevaluar dicha decisión.

En primer lugar, el escenario internacional ha seguido deteriorándose, pese a que las tensiones en los mercados interbancarios se han atenuado. Las proyecciones de crecimiento del mundo desarrollado se han corregido drásticamente a la baja en menos de 30 días, a medida que las consecuencias de la crisis financiera sobre el sector real comienzan a ser evidentes. Señala que tan preocupante como lo anterior, es el hecho que los países emergentes que lideraron el crecimiento de la última década comienzan a observar una preocupante pérdida de dinamismo. Indica que todo ello ha repercutido en nuevos ajustes en los mercados accionarios, los precios de los *commodities* y las paridades cambiarias.

En el plano interno, manifiesta el señor Vicepresidente que si bien los mercados financieros siguen mostrando normalidad a plazos cortos y *spreads* algo más elevados a plazos largos, las cifras de actividad y demanda interna muestran un impacto algo mayor al previsto en la actualización de proyecciones de un mes atrás. Por otra parte, la inflación de noviembre fue superior a lo anticipado, y los diferentes indicadores de inflación de tendencia muestran un aumento en sus tasas de variación anual. En contrapunto con lo anterior, indica que las medidas de expectativas de inflación se ajustaron a la baja, ubicándose la expectativa a 24 meses de la *EEE* por primera vez en el año, en 3%. En suma, comenta el Vicepresidente señor Desormeaux el escenario interno contempla más inflación subyacente de la anticipada, y una ampliación de holguras de capacidad algo mayor que lo previsto en la actualización del *IPoM*.

Manifiesta el señor Vicepresidente que esta realidad torna particularmente compleja la decisión de hoy. Si se opta por anticipar el ciclo de relajamiento monetario, con el fin de hacerse cargo del deterioro del sector real, suponiendo que los mayores registros inflacionarios serán neutralizados por las fuerzas desinflacionarias, el Banco se expone a un error de tipo 2 muy complejo para un banco central, si las presiones inflacionarias resultan más persistentes de lo estimado, lo que podría obligar en el futuro a abortar el relajamiento monetario por algunos meses o a una costosa reversión de política.

Por otro lado, señala el Vicepresidente señor Desormeaux que de optarse por la mantención de la Tasa de Política Monetaria, el riesgo es que el sector real siga deteriorándose en los próximos 30 días y que el Banco Central de Chile sea percibido como estando "detrás de la curva" y fuera de sintonía con la realidad el país. A ello se agrega el hecho de que se retrasaría por algún tiempo el inicio de una política contracíclica.

Indica el señor Vicepresidente que concuerda con la Gerencia de División Estudios en el sentido que cualquiera sea la decisión que se adopte, el Comunicado debe incluir un sesgo que indique que la trayectoria futura más probable de la política monetaria será la de un relajamiento, considerando los dos tipos de riesgos involucrados.

Manifiesta que su preferencia para esta Reunión es por mantener inalterada la Tasa de Política Monetaria y esperar los 30 días que faltan hasta la Reunión de Política Monetaria de enero de 2009, para iniciar el proceso de relajamiento monetario. Ello, con el beneficio de la elaboración de un nuevo *IPoM*, el que brindará una evaluación actualizada de los efectos de la crisis internacional sobre el sector real y sus consecuencias sobre la inflación proyectada. La incorporación de un sesgo explícito en el comunicado sin duda tendrá consecuencias sobre la evolución esperada de la Tasa de Política Monetaria futura, efecto que puede ser tan significativo como un recorte de la tasa misma.

Por otra parte, señala el Vicepresidente señor Desormeaux que la mantención de la tasa transmitirá un mensaje que considera necesario, después de un largo período de



expectativas alejadas de la meta, y es que el Banco Central de Chile cumplirá con su mandato de llevar la inflación de vuelta al 3%, a pesar de las dificultades. Considera el señor Vicepresidente que si este mensaje es internalizado, especialmente por los analistas que en el pasado han puesto en duda nuestra determinación en el plano inflacionario, la eficacia posterior de la política monetaria como herramienta contracíclica se verá realizada.

En consecuencia, el Vicepresidente señor Jorge Desormeaux vota por la mantención de la Tasa de Política Monetaria en su nivel actual, de 8,25% anual, incorporando un sesgo a la baja en el Comunicado.

El Presidente señor José De Gregorio comenta que las noticias en materia de actividad e inflación han evolucionado con algunas diferencias a lo previsto en nuestra actualización del escenario base del *IPoM* realizada unas semanas atrás. Indica que se espera una desaceleración del crecimiento el año 2009 y una convergencia algo más rápida de la inflación al rango de tolerancia en torno a la meta. Señala que en todo caso, las cifras en el margen, tienen un sesgo a la baja en la actividad.

Manifiesta el señor Presidente que la situación inflacionaria sigue siendo compleja. En primer lugar, se está aún con la inflación muy por encima de la meta, lo que no permite descartar que la convergencia se haga algo más lenta producto de la mayor propagación vista algunos meses atrás. En segundo lugar, el tipo de cambio se ha depreciado a niveles que impiden una caída más acelerada y continua de la inflación. Señala que en este ámbito la incertidumbre es significativa, tanto en la dirección de movimientos futuros como en sus implicancias inflacionarias, lo cual ha ocurrido hasta ahora, pues la depreciación del peso no ha impedido las menores presiones inflacionarias provenientes de la severa caída del precio de los *commodities*.

Junto a lo anterior, indica el Presidente señor De Gregorio que igualmente hay razones importantes que permiten poner más peso en un escenario de consolidación de menores registros de inflación y un panorama mucho más benigno. Indica que el aumento de las holguras de capacidad debería reducir las presiones inflacionarias, a lo que se debe sumar la caída en pesos de los precios de los *commodities*, algo mayor a la supuesta en la actualización del *IPoM* y el realineamiento de las expectativas inflacionarias con la meta.

Por lo tanto, la decisión de hoy está marcada por la adecuada ponderación de los escenarios de riesgo y por la necesidad de tener una estrategia de política monetaria que, en el contexto de una caída de la inflación, mitigue los costos de la crisis internacional por la vía de una Política Monetaria contracíclica. Señala que para ello es esencial tener una visión que mire a las perspectivas inflacionarias más allá de los datos mes a mes.

Señala el señor Presidente que teniendo en cuenta los riesgos, a su juicio, es necesario abrir espacios a un impulso monetario que evite la incubación de brechas excesivas para el logro de la meta en el horizonte de política. Recuerda que en el escenario de septiembre se contemplaba un crecimiento en torno a un 4% para el año 2009 con una Tasa de Política Monetaria llegando algo arriba de 9% y una gradual declinación de la inflación en un escenario de estabilidad de los precios internacionales del petróleo y alimentos. Indica que hoy, sin embargo, la desaceleración será mayor y la convergencia de la inflación más persistente, en un escenario donde la Tasa de Política Monetaria cae y los riesgos son a una menor inflación. Por lo tanto, en el horizonte más cercano se debe aumentar el impulso monetario por la vía de una reducción de la Tasa de Política Monetaria. Comenta el señor Presidente que no descartaría que esta reducción de tasas no sea muy distinta del alza realizada hace pocos meses atrás, cuando el Banco Central de Chile fue sorprendido por elevados registros de inflación.



Indica el Presidente señor José De Gregorio que lo clave es el *timing* y la magnitud del ajuste. Una relajación con poca convicción y evidencia aún no definitiva solo limitará el poder expansivo de la política monetaria. Señala que se podría bajar la tasa hoy en 25 puntos base, una opción perfectamente válida, aunque a su juicio lo más importante hoy no es nivel en que quede la Tasa de Política Monetaria después de esta Reunión sino que la señal de política para los siguientes meses. Es por ello que le parece al señor Presidente de primera importancia anunciar un sesgo a la baja, el cual debería dar claramente una señal que viene un proceso de relajación, el cual, para ser iniciado debe recoger un poco más de información y por lo tanto se puede mantener la Tasa de Política Monetaria hoy. Cree que una mejor opción es mantener la Tasa de Política Monetaria que bajarla 25 o incluso 50 puntos base, sin un claro mensaje en la dirección más probable. Como se indica en la Minuta de Opciones un inicio de relajamiento abortado puede ser muy negativo y debilitar la capacidad de estímulo de la política monetaria. Señala que en la actual coyuntura, tal vez la más compleja que este Banco Central haya atravesado desde que se inició la autonomía, es necesario dar información acerca de la evaluación de la situación actual así como del posible curso de acción en política monetaria. Indica que lo que hoy se requiere es transmitir que se está muy conscientes de la gravedad de la actual coyuntura económica y del compromiso de guiar la política monetaria para retomar la estabilidad de precios, algo esencial para la efectividad de una política monetaria contracíclica.

Efectivamente, dados los riesgos que hoy se corren se puede postergar una baja que podría ser justificada, lo cual puede requerir más agresividad en el futuro, pero para ello se debe transitar sobre pasos muy seguros en materia inflacionaria. Las perspectivas inflacionarias son lo que guía la política monetaria para garantizar la estabilidad macroeconómica, en particular cuando las presiones inflacionarias vienen por una ampliación de brechas y *shocks* externos deflacionarios. Señala el señor Presidente que por lo anterior, y en una decisión en la que la opción de bajar como de mantener son muy similares, es que prefiere mantener la tasa con un sesgo muy claro que lo más probable, es que se entre en un ciclo de relajación monetaria, lo que da además la posibilidad de calibrar con más seguridad el impulso monetario en el contexto de la preparación de nuestro próximo *IPoM*.

Por las razones expuestas, el Presidente señor José De Gregorio vota por mantener la Tasa de Política Monetaria y ser muy claro en un sesgo a la baja en el Comunicado.

Como consecuencia del resultado de la votación, el señor Presidente consulta al Consejero señor Enrique Marshall si estima del caso sumar su voto al de la mayoría de los Consejeros. El Consejero señor Marshall señala que ha reflexionado sobre esta posibilidad y señala que prefiere mantener su voto, ya que éste da cuenta del tenor de la discusión que ha tenido lugar, también de los matices que se han planteado y, además en lo personal, queda mas tranquilo por reflejar su posición que ha mantenido. Por tanto, estima el Consejero señor Marshall que en este caso, un voto de mayoría es lo suficientemente claro, contundente y no compromete las bases institucionales.

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

132-01-081211 – 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 la 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.

En el ámbito externo, el acceso al crédito y los precios de los activos siguen reflejando altas tensiones. Los datos más recientes confirman una desaceleración significativa de la economía global. Los precios de los productos básicos, en particular los del cobre y el petróleo, han vuelto a caer.

En el plano interno, la información disponible para los componentes importados de la demanda interna muestra niveles menores a los previstos, mientras la actividad se mantiene en una trayectoria de desaceleración. El desempleo continúa estable y persisten condiciones crediticias estrechas.

En noviembre, debido al menor precio de los combustibles, la inflación mensual fue negativa, pero las distintas medidas de inflación subyacente siguen elevadas. Por su parte, el peso se ha depreciado, mientras que la dinámica salarial sigue ajustada a patrones históricos y las expectativas de inflación de mediano plazo se han reducido.

El Consejo estima que, en el escenario más probable, se iniciará un proceso de relajamiento monetario, cuyo ritmo dependerá de las perspectivas para la inflación. Con ello, el Consejo reafirma su compromiso de conducir la política monetaria de manera 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 18:10 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

MIGUEL ÁNGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe