



BANCO CENTRAL DE CHILE

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

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

Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

Siendo las 16:00 horas, se reanuda la Sesión de Política Monetaria N° 133.

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

133-01-090108 – Tasa de Política Monetaria.

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

Comunicado

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

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

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

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

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



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

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


JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ
Vicepresidente


JOSÉ DE GREGORIO REBECO
Presidente


ENRIQUE MARSHALL RIVERA
Consejero


MANUEL MARFÁN LEWIS
Consejero


SEBASTIÁN CLARO EDWARDS
Consejero


ANDRÉS VELASCO BRAÑES
Ministro de Hacienda


JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR
Ministro de Fe (S)