

Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2008

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°132 celebrada el 11 de diciembre de 2008

Asisten el Presidente don José De Gregorio Rebeco, el Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asiste el Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco Brañes.

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

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

La profundidad y duración de la recesión global aún seguía estando sujeta a un alto grado de incertidumbre, pero con riesgos que en lo inmediato estaban sesgados a la baja, frente a cifras que revelaban un panorama mucho más débil que el anticipado. Las autoridades económicas en un amplio número de economías desarrolladas y emergentes habían respondido con paquetes y/o programas de estímulo fiscal y significativos recortes de tasas de interés. En EE.UU. se había confirmado que la economía había iniciado su recesión a fines del 2007, a lo que se sumaba la corrección a la baja de la variación del PIB del tercer trimestre (-0,5% trimestral anualizado, desde -0,3% en la revisión anterior)

empujada por una contracción mayor del consumo privado y el menor aporte de las exportaciones netas. En noviembre se habían destruido 500 mil puestos de trabajo, acumulando 1,91 millones en lo que iba del 2008. La confianza de consumidores, la morosidad crediticia y el ISM manufacturero llegaban a niveles no vistos desde la recesión de principios de los ochenta. En la Zona Euro y Japón, las cifras efectivas al tercer trimestre confirmaban que estas economías también habían entrado en recesión, igualmente por la debilidad del consumo y la reducción del aporte del sector externo. En suma, las proyecciones de crecimiento mundial se ajustaban nuevamente a la baja.

A pesar de una cierta normalización, continuaba la estrechez de liquidez en los mercados interbancarios globales, mientras que la volatilidad en los mercados bursátiles seguía en niveles récord. Las condiciones crediticias para el sector corporativo en EE.UU. y Europa se habían mantenido restrictivas, ante lo cual las autoridades monetarias habían prorrogado las medidas tomadas con anterioridad e introducido nuevas. En particular, la Reserva Federal había creado una nueva línea de crédito (TALF) para mantener activo el mercado del crédito a personas. A su vez, el rescate de *Citigroup* había presentado un foco de tensión transitorio en los mercados financieros. El continuo deterioro en las expectativas de crecimiento y la búsqueda de refugio en activos más seguros se habían traducido en sucesivas caídas en las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas, alcanzando niveles no vistos en décadas. En EE.UU., la tasa de interés del bono de gobierno a 10 años había caído del orden de 100 puntos base, ubicándose en 2,7% al momento de la reunión. En tanto, en la Zona Euro y en Japón las caídas habían sido del orden de 55 y 15 puntos base, respectivamente. Las bolsas mundiales, con vaivenes, presentaban en general caídas en el mes tanto en economías desarrolladas como emergentes. El dólar continuaba apreciándose en los mercados internacionales, excepto frente al yen. En los mercados financieros emergentes, la prima por riesgo se mantenía alta, con un EMBI Global que aumentaba 110 puntos base desde la reunión anterior. En tanto para Chile, el *spread* soberano se mantenía prácticamente constante. Los flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes continuaban cayendo durante el mes, lo que en parte se había reflejado en las caídas en las bolsas.

El fuerte deterioro en las perspectivas de crecimiento y la caída en las cifras efectivas de inflación habían generado agresivos recortes en las tasas de referencia de varias economías (principalmente desarrolladas) y expectativas de recortes en otras. En EE.UU., el mercado esperaba que la Reserva Federal recortara al menos en 50 puntos base la tasa en diciembre. En las últimas semanas, diversos bancos centrales habían recortado sus tasas de referencia, destacando los casos de la Zona Euro (-75 puntos base), Inglaterra (-100 puntos base) y Australia

(-100 puntos base) entre otros. El mercado, pese a la magnitud de los ajustes, tenía expectativas de recortes adicionales para los próximos meses.

En línea con el escenario de mayor debilitamiento de la economía mundial, los precios de las materias primas continuaban cayendo. El petróleo WTI había bajado del orden de 25% desde la reunión pasada, cotizándose al momento de la reunión en valores en torno a US\$45 el barril. El precio de la gasolina también había tenido caídas significativas. El mercado, en todo caso, aún anticipaba que estos niveles del precio del petróleo debieran revertirse, con contratos futuros que proyectaban alzas hacia un valor cercano al que, por ahora, estimaban era de largo plazo. El precio del cobre también había tenido caídas en el último mes, aunque, dados algunos problemas en la oferta, estas habían sido comparativamente menores a las del petróleo: más de 15% desde la reunión anterior.

Internamente, tras los aumentos de *spreads* de octubre y las acciones de provisión de liquidez que había mantenido el Banco, el mercado monetario a plazos cortos seguía operando con mayor normalidad. Por un lado, los *spreads* de corto plazo se habían reducido y las tasas de captación en el mercado secundario se habían acercado a la Tasa de Política Monetaria (TPM), mientras que los *spreads* entre la tasa libo y las tasas de interés local en dólares (*spreads on-shore*) también habían disminuido. Al respecto, cabía destacar que no toda la liquidez en dólares que el Banco Central estaba ofreciendo mediante operaciones *swap* había sido demandada, lo que daba una señal de que no existían 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 habían disminuido de igual forma como los *spreads* a plazos más cortos.

La trayectoria de las tasas de los instrumentos del Banco Central en pesos, a diferencia de sus símiles de economías latinoamericanas, habían 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 habían reducido entre 20 y 50 puntos base, dependiendo del plazo, mientras las tasas de los bonos denominados en UF de mediano plazo lo habían hecho entre 10 y 30 puntos base. Por el contrario, aquellos a dos años plazo habían aumentado algo más de 40 puntos base, en línea con la menor inflación.

Pese a todo lo anterior, las condiciones crediticias seguían estrechas. Así, aun cuando los *spreads* monetarios se habían reducido desde los máximos de comienzos de octubre y la TPM se había mantenido en 8,25% desde septiembre, las tasas que los bancos aplicaban a sus operaciones con el público permanecían

elevadas. Las tasas de colocación en pesos de 30 a 89 días mantenían un diferencial respecto de la TPM que oscilaba entre 800 y 1.000 puntos base desde octubre, valores que eran altos si se les contrastaba con el promedio de 440 de los primeros nueve meses del año. Las tasas de interés promedio de los créditos de consumo a personas seguían aumentando, pasando de 36,2% en octubre a 36,5% en noviembre, mientras que las de los créditos comerciales habían subido cerca de 80 puntos base si se comparaban las tasas de los primeros días de diciembre con el promedio del mes anterior, ubicándose en 16,5%. Este aumento en las tasas, en conjunto con información casuística, confirmaba las mayores exigencias en el otorgamiento de créditos. En todo caso, aunque los volúmenes de operaciones de créditos de consumo seguían desacelerándose, las colocaciones comerciales, en términos nominales, continuaban creciendo a tasas similares a las de los últimos meses.

En octubre el Imacec había aumentado 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 coincidía con cifras de comercio exterior que mostraban una disminución en las internaciones de automóviles. Los indicadores parciales de consumo habitual y durable confirmaban un menor dinamismo en los datos coyunturales. Los indicadores de expectativas de noviembre revelaban un mayor pesimismo. En el caso de los consumidores, en noviembre el IPEC (Índice de Percepción Económica) había llegado 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 destacaban el deterioro en la percepción respecto de la situación económica de las empresas y del desempleo, que caían cerca de 14 puntos en los últimos dos meses. A su vez, las expectativas de empresarios que se extraían del IMCE (Índice Mensual de Confianza Empresarial) habían alcanzado su nivel mínimo histórico (el índice se publica desde el 2003), llegando a 39,2. Excepto minería, todos los sectores tenían expectativas muy pesimistas.

Aunque con un bajo dinamismo desde hacía varios meses, la actividad industrial presentaba en octubre un cambio de composición destacable, con un peor desempeño de los componentes transable e inversión, en particular de ítems ligados a la construcción. Respecto de este último sector, indicadores de despacho de cemento y materiales de construcción presentaban signos de deterioro, lo que era coherente con información casuística recolectada en regiones. Por su parte, la formación bruta de capital fijo continuaba creciendo a tasas anuales elevadas, en parte por los altos niveles ya alcanzados. Sin embargo, en el último par de meses las importaciones de bienes de capital se habían desacelerado significativamente.

Las cifras del mercado laboral, en cambio, continuaban con un panorama sin grandes novedades. El empleo seguía 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 mantenía en niveles altos y el desempleo, descontando estacionalidad, permanecía en valores algo mayores a 7% en último registro de octubre.

En lo que dice relación con la inflación, en noviembre la variación mensual del IPC había sido -0,1%, mientras que el IPCX e IPCX1 habían aumentado 0,6% cada uno. La inflación mensual del IPC, que no registraba cifras negativas desde comienzos del 2007, había estado 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 había estado 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 seguía alta, en línea con el juicio de mayor propagación que se había hecho para el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre. Así, aunque en términos anuales la variación anual del IPC se había reducido a 8,9%, la de las medidas subyacentes seguía aumentando, la del IPCX alcanzaba a 9,5% y la del IPCX1 a 8,7%. Del mismo modo, la medida del IPC que excluía alimentos y energía acumulaba un incremento anual de 6,9% (6,4% el mes previo), a la vez que la del IPCX1 que excluía alimentos anotaba una variación en doce meses de 6,2% (5,9% en octubre).

Por el lado de los costos, las diferentes medidas de salarios habían aumentado marginalmente en octubre, pero seguían creciendo a tasas inferiores a las de la inflación. El peso, en tanto, seguía depreciándose respecto del dólar. En los días previos a la reunión, las transacciones se estaban efectuando con una paridad en torno a \$670 por dólar. La depreciación del peso respondía, en parte, a los movimientos del dólar en los mercados internacionales. Mientras la depreciación bilateral alcanzaba 5,4% entre el cierre de la reunión de noviembre y diciembre, la variación del TCM era de 3,4% y de 2,2% la del TCM-X. Se estimaba que el nivel del tipo de cambio real (TCR) había seguido aumentando en noviembre, ubicándose en 109,1 (en su medida 1986=100). Estas cifras continuaban por sobre el rango de valores que se estimaban coherentes con los fundamentales de largo plazo.

En el corto plazo el panorama inflacionario apuntaba 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 mantendría 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 mantendría alta en lo inmediato, pero comenzando un proceso de descenso, algo más marcado en el caso del IPC. Este escenario era coherente con la evolución de las distintas medidas de expectativas de inflación. Las compensaciones inflacionarias -extraídas de *swaps*— continuaban con la trayectoria descendente iniciada algunos meses atrás, especialmente las de más corto plazo (1 en 1) que caían cerca de 90 puntos base en el mes, ubicándose bajo 3% en los días previos a la reunión. Las compensaciones inflacionarias 3 en 2 se habían reducido algo más de 30 puntos base en el mes, mientras que las de 5 en 5 se ubicaban en niveles similares a los vigentes al momento de la reunión de noviembre. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) anticipaba menores inflaciones que hace un mes, a un año pasaba de esperar 4,6 a 3,6% y a dos años pasaba 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 respondía que la inflación en los próximos doce meses subiría “mucho” continuaba retrocediendo gradualmente, ubicándose levemente bajo 60% en noviembre. Las expectativas de inflación anual que se extraían del IMCE pasaban de 8,25% en octubre a 7,75% en noviembre.

En términos de política monetaria, la expectativa de un escenario de menores presiones inflacionarias había seguido desplazando a la baja los movimientos esperados por el mercado para la trayectoria futura de la TPM. Estos habían tenido 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 había terminado por consensuar una visión del mercado respecto de que el ciclo de alzas había culminado, aunque no existía aún una opinión generalizada respecto de en qué momento, de aquí a marzo, se daría el primer recorte de la TPM.

En general las expectativas de mercado, además de acentuarlo, en las últimas semanas había adelantado el inicio del ciclo de bajas en la TPM. Para esta reunión el mercado apostaba en general por una mantención, aunque parte de los agentes le asignaba una probabilidad de ocurrencia a una reducción de 25 o incluso de 50 puntos base. De acuerdo con la curva *forward*, el mercado había pasado de anticipar el primer recorte en el primer trimestre a esperar que esta reducción en la TPM se diera en enero y que a fines del primer trimestre esta se ubicara a lo más en 7,5%. Las tasas *swap* en tanto, tenían implícitas una trayectoria de la TPM que contemplaba mayores recortes: con una reducción de al menos 25 puntos base en los próximos tres meses y a un año ubicaban la TPM en 7%, 40 puntos base por debajo de lo que se anticipaba previo a la reunión de noviembre.

Conforme a la EEE los encuestados anticipaban una mantención de la TPM en diciembre, pero una reducción de 50 puntos base antes de febrero, llegando a diciembre del 2009 con una TPM en 6,25% (40 puntos base por debajo del valor anticipado en la encuesta anterior).

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió acerca de la situación económica de algunos países, en particular Japón, que, pese a no sufrir una crisis de estabilidad financiera como Estados Unidos y Europa, estaba mostrando una fuerte desaceleración. Se agregó que ello podría dar luces de otros mecanismos de transmisión de la crisis internacional, en particular por el lado del comercio exterior y el efecto de los cambios en las paridades de monedas. Al respecto se indicó que una visión del mercado apuntaba a que, más allá de que la crisis afectaba con fuerza a los países con mayor déficit de cuenta corriente, otros países que habían acumulado superávit también se verían afectados, en especial porque el nivel del gasto de los países con déficit no se mantendría. Sin embargo, se indicó, la capacidad de hacer políticas contracíclicas en distintos tipos de economías era totalmente diferente y ello incidía directamente en la forma en que cada una se ajustaría. En el caso particular de Japón, se mencionó que su sistema financiero estaba bastante ordenado tras los ajustes que se hicieron en la última década, pero que las diferencias que se apreciaban en la velocidad a la que se proyectaba se recuperaría Estados Unidos respecto de Europa o Japón tenían mayor relación con que las reacciones de política económica eran muy distintas. Mientras en EE.UU. habían sido muy agresivas, Japón tenía poco espacio, tanto por el tamaño de su deuda pública como porque sus tasas de interés ya eran muy bajas.

Se discutió acerca de la relación que existía entre los fuertes recortes en las tasas de interés que realizaban algunos bancos centrales y la desviación de su inflación efectiva respecto de la meta. Se planteó que lo agresivo de los recortes podría estar explicado porque las desviaciones respecto de la meta eran menores que en otras economías. Se añadió que tal vez el punto central no se relacionaba con la desviación de la inflación actual respecto de la meta, sino que con cuánto habían caído las proyecciones de crecimiento en los últimos meses y lo que ello implicaba para las perspectivas de inflación. Se agregó que en el caso de algunas economías era posible que los efectos de la depreciación de la moneda tuvieran un impacto mayor y ello limitaría la posibilidad de reducir las tasas de interés. Al respecto se indicó el caso de algunas economías latinoamericanas donde los *spread on-shore* se habían mantenido en niveles muy altos, lo que claramente presionaba al tipo de cambio y la política monetaria. Se agregó que también podía haber diferencias en la evolución de las remuneraciones, en particular porque en algunos países de América Latina su crecimiento excedía

con creces a la inflación, cuestión que agregaba presiones a la inflación. También se señaló que, para efectos de entender las decisiones, era relevante separar las economías en que su política monetaria estaba retornando hacia una instancia neutral después de haber tenido políticas contractivas, de aquellas que estaban llevando a cabo políticas monetarias claramente expansivas.

Se discutió acerca de la evolución de las colocaciones, en particular las comerciales, las que se habían mantenido creciendo a tasas relativamente altas. Se mencionó que había varios argumentos que podían explicar este hecho. Uno de ellos era que parte de estas colocaciones se realizaba en dólares y ante la depreciación del peso se observaba un aumento solo por este hecho. Otro factor que se indicó fue que algunas empresas utilizaron líneas de crédito pre-aprobadas ante la incertidumbre de si dispondrían de ellas en el futuro. Se agregó que además existía la posibilidad de que el aumento se explicara por empresas que habitualmente tomaban financiamiento en el exterior y que, en la coyuntura actual, lo estaban haciendo en el mercado interno. Se mencionó que los datos de colocaciones en las economías desarrolladas tampoco daban cuenta exacta del estrechamiento en las condiciones crediticias, lo que podía deberse a que muchos agentes usaban las líneas de crédito como una forma de protegerse ante una futura escasez de disponibilidad de recursos.

Se discutió acerca de las implicancias para la actividad que se derivaban de la información reciente. Se señaló que esta parecía indicar que la actividad y la demanda tendrían una desaceleración importante en el cuarto trimestre, en el caso de la demanda fundamentalmente vinculada a sus componentes importados. Sin embargo, también se indicó que era difícil extraer conclusiones de los cambios de velocidad mes a mes, por cuanto ellos habitualmente eran inestables y era difícil separar con exactitud cuánto de los cambios correspondían a movimientos en los inventarios y cuánto a cambios en el resto de los componentes de la demanda. Se añadió que, además, parte de las novedades del último mes estaban directamente relacionadas con los sectores de recursos naturales, lo que restaba fuerza a las conclusiones que pudieran extraerse para efectos de la política monetaria. Se mencionó que, en todo caso, se debía ser especialmente cuidadoso con la evaluación de la información, por cuanto era posible que, ante un *shock* de magnitud importante, los datos y las proyecciones no reflejaran los cambios con la prontitud necesaria y su observación posterior diera cuenta de un efecto en la actividad mayor que el previsto. A ello, se agregó, se debía sumar el hecho que las tasas de mercado mostraban una brecha inédita respecto de la TPM, lo que podría amplificar los efectos de un escenario externo adverso.

Se destacó el sistemático cambio en las proyecciones para el 2009, tanto en lo que dice relación con la economía mundial como con Chile. Se agregó que este cambio se había dado con fuerza en el último tiempo y respondía al hecho que la profundidad de la crisis mundial era absolutamente impensada. Por ello, se indicó, que, por un lado, era difícil plantear que la economía chilena, por muy fuerte y desacoplada que estuviera del resto del mundo, no se vería afectada y que, por otro, los escenarios de riesgos eran negativos. Se mencionó que la situación actual era muy inusual, por cuanto los ajustes no se observaban por los canales habituales, sino que tenían más bien que ver con incertidumbre de los agentes. Por ello, tampoco era descartable que una vez superada la incertidumbre la economía tuviera un fuerte repunte.

Se discutió acerca de la depreciación del tipo de cambio. Se mencionó que toda la suma de cambios en el escenario económico global no era compatible con lo que se observaba en las paridades cambiarias en el mundo ni en Chile. En particular, porque frente a un impacto como el que había recibido EE.UU. se debería esperar una depreciación y no una apreciación del dólar. Respecto de su efecto en la inflación, se señaló que la depreciación de los últimos meses, teóricamente, llevaría a pensar en un efecto relevante en la inflación, el que no parecía verse con tanta fuerza. Al respecto, se añadió que el tipo de cambio era un precio relativo respecto del mundo y, por lo tanto, si su nivel fuera menor, probablemente, el precio de los *commodities* sería mayor y el efecto neto en la inflación muy difícil de determinar. También, se indicó, se debía considerar que era posible que un tipo de cambio más depreciado ocurriera de todos modos con menor inflación subyacente, porque la contraparte de esa depreciación eran mayores holguras de capacidad. Se agregó que las experiencias de esta década apuntaban a que el tipo de cambio había tenido fluctuaciones muy importantes año a año, pero que la inflación siempre había terminado en la meta. Se agregó que entre el 2001 y el 2002 no hubo una caída de la inflación muy significativa, de hecho esta se materializó solamente en 2003 y 2004 cuando las condiciones financieras externas se relajaron, porque la depreciación del tipo de cambio tendió a compensar lo que estaba pasando con las holguras de capacidad. A fines de los noventa, cuando el tipo de cambio se movió menos, la caída en la demanda trajo aparejado una caída en actividad muy fuerte, un desempleo que se duplicó en pocos trimestres y, por lo tanto, una caída en inflación y salarios nominales que fue bastante rápida. De esa evaluación, se indicó, si se consideraba que en esta coyuntura el tipo de cambio estaba ajustándose tanto en términos de amortiguar impactos desinflacionarios como en términos del efecto de la actividad, se podía esperar que no hubiera tanta sensibilidad de la inflación de corto plazo.

2. Opciones

Dados los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo consideró que las opciones más plausibles para esta ocasión eran una reducción de la TPM o su mantención en 8,25%.

Aunque la decisión concreta para esta reunión era compleja, la acumulación de antecedentes tendía a confirmar un escenario de política monetaria en el mediano plazo que, en términos gruesos, era congruente con el esperado por el mercado. En todo caso, solo se podrían dar mayores grados de precisión de esta trayectoria, en términos de, por ejemplo, en qué momento se esperaba en el escenario base llegar a una TPM cercana a la neutral, cuando se discutiera un nuevo escenario base en el IPOM de enero del 2009.

La Actualización de Proyecciones presentada en la reunión anterior llevaba a una trayectoria para la TPM plana por algunos meses, para luego, en la medida en que se comenzaran a materializar mayores holguras de capacidad y expectativas de una baja rápida de la inflación, descender de manera significativa en el curso del 2009. De los elementos coyunturales de este escenario era aparente que las cifras de inflación observadas no diferían marcadamente de lo previsto. Ello, aunque el IPCX1 y otras medidas subyacentes habían estado algo por encima de lo anticipado, mientras que la ampliación de holguras de capacidad, de la mano de condiciones crediticias internas y externas restrictivas, podría ser mayor que la anticipada. El empeoramiento de las perspectivas de crecimiento global iba en la misma dirección, en términos de las perspectivas de holguras de mediano plazo.

La consideración de estos antecedentes, junto con la evaluación de que, dados los patrones históricos, la inflación subyacente debía comenzar a ceder en el curso de los próximos trimestres, podía motivar el inicio del ciclo de relajamiento monetario en esta reunión, algo antes de lo previsto en la Actualización de Proyecciones. Ello, sin embargo, requería considerar que las diferencias entre las tendencias inflacionarias proyectadas y efectivas no eran lo suficientemente grandes como para afectar la oportunidad de la esperada baja en la inflación.

Por otro lado, el segundo elemento tras la rápida baja en la inflación contenida en las proyecciones recientes de mediano plazo era que el tipo de cambio y los precios de las materias primas apoyarían menores presiones inflacionarias. En el caso del petróleo y los alimentos, claramente las noticias más recientes iban en esa dirección. Por el lado cambiario, no era tan obvio.

El tipo de cambio real continuaba en niveles depreciados y bastante por encima de los valores que se consideraban de equilibrio de largo plazo. No era fácil precisar qué estaba tras los movimientos cambiarios, pero más allá de sus eventuales implicancias inflacionarias de corto plazo, este nivel del TCR admitía dos interpretaciones, no necesariamente excluyentes entre sí. Una, era que estos niveles ya estaban internalizando un desempeño cíclico débil, probablemente más intenso que el previsto, y la consiguiente baja en la inflación y relajación monetaria. 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, requerían ajustar rápido, y más que lo esperado en la Actualización de Proyecciones, el componente importado de la demanda interna.

Las consideraciones mencionadas anteriormente tenían 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 materializara. Por lo tanto, dadas las expectativas privadas y las trayectorias que razonablemente podían deducirse para la TPM, la inclusión de un sesgo en el comunicado parecía ser necesaria y natural, cualquiera fuese la decisión en la reunión.

Un sesgo, acompañado de una reducción de la TPM, daría una señal clara de que los antecedentes respecto del desempeño de la actividad real sugerían con bastante fuerza que las presiones desinflacionarias serían suficientes como para disminuir la inflación en un plazo corto y que los mayores registros subyacentes de inflación eran pasajeros. Adicionalmente, el inicio claro de un proceso de relajamiento monetario indicaría que el escenario de debilitamiento cíclico sería mayor que el previsto en la Actualización de Proyecciones, en un contexto en que existía poca preocupación por la evolución de las cuentas externas y el tipo de cambio real en los próximos trimestres. En el caso de decidirse una reducción de la TPM, la magnitud elegida, de 25 ó 50 puntos base, estaba igualmente vinculada a estas consideraciones.

La mantención de la TPM, junto con el sesgo, sería indicativa de que el escenario contemplado en la actualización de proyecciones seguía siendo válido y que el debilitamiento de la demanda interna y la actividad estaban —en lo grueso— dentro de lo previsto. La inclusión de un sesgo permitiría señalar que, a pesar de las cifras de inflación subyacente, no había evidencia suficiente como para descartar que se diera el esperado quiebre en la tendencia inflacionaria en los próximos trimestres.

Por los antecedentes discutidos, desde el punto de vista táctico parecía razonable que una reducción de la TPM permitiría validar expectativas de reducciones adicionales en los meses siguientes. Dada la actual coyuntura, un inicio errático de la senda de relajamiento monetario, es decir, con pausas prolongadas que siguieran a una reducción moderada inicial de la TPM, podría ser particularmente costoso. En este sentido, esperar a contar con más información podía considerarse valioso. El valor de esperar era menor si se tenían mayores grados de certeza respecto de que el proceso de relajamiento monetario, una vez iniciado, sería sostenido.

Desde el punto de vista comunicacional, tanto una mantención como una reducción de 25pb de la TPM estaban dentro de lo considerado plausible por el mercado. Esto difería de la situación de expectativas en las dos reuniones anteriores. Por ello, cualquiera de ambas decisiones posiblemente no sería sorpresiva. Respecto de la trayectoria futura de la TPM, sí parecía ser el caso que la exclusión de un sesgo sería percibida de forma anómala, fuera cual fuera la decisión. Por supuesto, el grado de precisión y certeza que se le diera al sesgo dependía de las mismas consideraciones antes detalladas.

3. Decisión de política monetaria

Los Consejeros consideraron un conjunto amplio de antecedentes en su decisión, incluidos los citados al comienzo de esta minuta. Todos los Consejeros destacaron que en el último mes las noticias de actividad e inflación habían evolucionado con algunas diferencias respecto de lo previsto en la Actualización de Proyecciones de noviembre, tendiendo a confirmar, e incluso intensificar, las debilidades y riesgos del escenario macroeconómico delineado el mes anterior. Varios Consejeros destacaron que se comenzaba a observar una significativa desaceleración en las economías emergentes, uno de estos Consejeros destacó que la evidencia reciente mostraba que estas economías estaban más acopladas al ciclo de las economías desarrolladas de lo que se suponía. Otro de estos Consejeros destacó que, en medio de este cuadro poco alentador, la buena noticia era que las presiones inflacionarias a nivel mundial se habían reducido significativamente, lo que era reconocido por los mercados en la formulación de sus expectativas de inflación.

Varios Consejeros destacaron que el mercado monetario interno había mostrado una tendencia hacia la normalización. Uno de estos Consejeros destacó que lo anterior indicaría que las condiciones objetivas bajo las cuales se desenvolvía el sistema bancario no eran comparables a las que prevalecían en los mercados

en algunas semanas de septiembre y octubre. Agregó que, sin perjuicio de lo anterior, las condiciones crediticias internas había permanecido en niveles restrictivos, lo que reflejaría no solo una preocupación de los bancos por el costo y el acceso a su financiamiento, sino principalmente su percepción de un mayor riesgo entre sus clientes, dado que anticipaban una significativa desaceleración de la actividad y el empleo para los próximos trimestres. Además, el crédito no parecía afectado solo por el lado de la oferta, sino que existían indicios de que la demanda también se había resentido. El resultado práctico de todo ello, sería una desaceleración de los agregados de crédito, bastante más intensa y generalizada que la observada en el último tiempo, con sus consiguientes efectos sobre la demanda y la actividad. Ello, finalizó este Consejero, ya lo sugerían las cifras más recientes en materia de colocaciones, especialmente cuando se consideraban tasas de variación real.

Todos los Consejeros destacaron que los indicadores disponibles daban cuenta de una desaceleración de la actividad y de que habría mayores holguras de capacidad que las previstas. Un Consejero indicó que, aunque faltaba evidencia adicional, la existente tendía a mostrar un cambio brusco y abrupto en la demanda interna, el que, por ahora, no era posible desagregar entre una variación de inventarios y una del resto de la demanda interna. Otro Consejero señaló que el mercado laboral no reflejaba, por el momento, la mayor debilidad de la actividad interna, pero que lo más probable era que el empleo se vería afectado con algún rezago, lo que se haría sentir en el curso del 2009. Varios Consejeros agregaron que las perspectivas de mayores holguras de capacidad constituían una señal clara de que habría menores presiones inflacionarias.

Todos los Consejeros destacaron que la situación inflacionaria seguía siendo compleja. Varios Consejeros destacaron que la inflación de noviembre había marcado un quiebre respecto de meses anteriores, explicado en medida importante por los precios de los combustibles. Sin embargo, la inflación pasada era alta y persistía algún grado de inercia, entre otras cosas, debido a la existencia de mecanismos de indexación bastante enraizados. Además, indicaron que los altos grados de indexación de la economía chilena sugerían que las medidas de inflación de tendencia se mantendrían altas por varios meses antes de comenzar a mostrar señales de disminución. Todos los Consejeros destacaron que, a pesar de esto, las expectativas de inflación se habían ajustado significativamente a la baja y daban cuenta de un claro cambio de tendencia en horizontes de 12 y 24 meses, que eran los pertinentes para la política monetaria. Un Consejero añadió que, para efectos del diagnóstico de la dinámica inflacionaria, seguía siendo clave el comportamiento de las remuneraciones que, hasta ahora, se mantenían creciendo a tasas inferiores a la inflación y, por lo tanto, no parecían estar generando presiones adicionales.

Un Consejero destacó que el tipo de cambio se había depreciado a niveles que impedían una caída más acelerada y continua de la inflación. Agregó que, en ese ámbito, la incertidumbre era significativa, tanto en la dirección de los movimientos futuros como en sus implicancias inflacionarias. Hasta ese momento, puntualizó, la depreciación del peso no había impedido que traspasaran a los precios internos las menores presiones inflacionarias provenientes de la severa caída del precio de los *commodities*, pero había incertidumbre. Otro Consejero, añadió que el tipo de cambio continuaba reflejando un desalineamiento relevante respecto de sus fundamentos de largo plazo y que no creía que su nivel actual estuviera reflejando una situación de equilibrio que convergiera hacia algo razonable. Añadió que la depreciación del peso chileno se podía explicar, además, por la demanda por liquidez en moneda extranjera, que ha estado provocando una apreciación del dólar estadounidense prácticamente en todas las economías del mundo. Agregó este Consejero que el nivel del tipo de cambio claramente no era coherente ni compatible con un equilibrio estacionario de largo plazo, y que, en ese momento, no había nada que tendiera a mover las paridades cambiarias hacia el equilibrio estacionario. Finalizó indicando que cuando esto había ocurrido, en coyunturas muy lejanas, normalmente la variable de ajuste era la inflación, con un ajuste en que se generaban presiones inflacionarias en las economías que estaban sobredepreciadas y presiones deflacionarias en aquellas sobreapreciadas, y esa, a su juicio, no era una forma normal y natural de acercarse al equilibrio.

Un Consejero indicó que había razones importantes para poner más peso en un escenario de consolidación de menores registros de inflación, en particular por el aumento de las holguras de capacidad, la caída en pesos de los precios de los *commodities*, algo mayor a la supuesta en la Actualización de Proyecciones y el realineamiento de las expectativas inflacionarias con la meta. Otro Consejero indicó que la suma de antecedentes reafirmaba que el ciclo de alza de tasas había terminado, y que probablemente en los próximos meses sería necesario comenzar con un proceso de relajamiento monetario importante. Otro Consejero agregó que le parecía bastante claro que la política monetaria debía iniciar prontamente un proceso gradual de ajuste o normalización.

Respecto de las razones que podían inclinar la decisión, un Consejero indicó que ella estaba marcada por la adecuada ponderación de los escenarios de riesgo y por la necesidad de una estrategia de política monetaria que, en el contexto de una caída de la inflación, mitigara los costos de la crisis internacional por la vía de una política monetaria contracíclica. Para ello, añadió este Consejero, era esencial tener una visión que mirara a las perspectivas inflacionarias más allá de los datos mes a mes.

Algunos Consejeros indicaron que la pregunta de fondo tenía que ver con el momento y la velocidad a la que debía conducirse este ajuste de política monetaria. Un Consejero señaló que la política monetaria debía ser *forward looking* y, por lo tanto, esperar a que se materializara una menor inflación de tendencia podía significar un retraso injustificado en el cambio de dirección de la política monetaria. Agregó que, sin embargo, comenzar el proceso de manera anticipada también tenía costos. Por un lado, porque la decisión no era sobre un nivel para la TPM sino sobre toda una trayectoria, que no debía quedar supeditada a los vaivenes de los registros de inflación y actividad mes a mes. Por ello, iniciar el proceso de reducción de la TPM cuando todavía existían dudas justificadas sobre la velocidad y *timing* de la menor inflación introducía el riesgo de que la nueva trayectoria de política monetaria fuera errática. Por otro lado, porque la conducción de la política monetaria como instrumento contracíclico debía estar restringida al compromiso con la estabilidad de precios. Esto era especialmente relevante en un contexto donde la crisis internacional se producía cuando la inflación era muy alta y todavía no existían indicios de un cambio en la tendencia de la inflación subyacente. Así, agregó que, aun sin la necesidad de tener toda la evidencia para actuar, la eficacia contracíclica de la política monetaria requería credibilidad por parte del mercado de que la trayectoria para la inflación no estaba en duda, de manera de afectar las tasas de interés relevantes. Finalizó, indicando que a su juicio no se estaba aún en condiciones de dar seguridad sobre esto. Otro Consejero agregó que una relajación con poca convicción y evidencia aún no definitiva, solo limitaría el poder expansivo de la política monetaria, por ello, más importante que la decisión misma de la reunión, era la señal de política que se diera para los siguientes meses. Esa señal, a su juicio, debería indicar claramente que venía un proceso de relajación, el cual, para ser iniciado, debía recoger un poco más de información. Añadió este Consejero que en esa coyuntura, tal vez la más compleja que el Banco había atravesado desde que se inició la autonomía, era necesario dar información acerca de la evaluación de la situación actual, así como del posible curso de acción de la política monetaria. Por ello, se requería transmitir que se estaba muy conciente de la gravedad de la actual coyuntura económica y que el compromiso del Banco era guiar la política monetaria para retomar la estabilidad de precios, algo esencial para la efectividad de una política monetaria contracíclica.

Un Consejero indicó que, en su opinión, el *trade-off* central de la decisión era que bajar la TPM 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. Por ello, le parecía que era deseable esperar, marcar claramente al mercado que la trayectoria de la política monetaria esperada por este sería validada por el Banco en los próximos

meses, pero que el *timing* y velocidad del ajuste dependería de la evaluación sobre la trayectoria de la inflación y el impacto de las condiciones financieras internacionales e internas en esta.

Un Consejero indicó que optar por anticipar el ciclo de relajamiento monetario, para hacerse cargo del deterioro del sector real, suponiendo que los mayores registros inflacionarios serán neutralizados por las fuerzas desinflacionarias, exponía al Banco a un error de tipo 2, muy complejo para un banco central. Esto es, si las presiones inflacionarias resultaban más persistentes que lo estimado, ello podría obligar en el futuro a suspender el relajamiento monetario por algunos meses, o a una costosa reversión de política. Por otro lado, agregó este Consejero, de optarse por la mantención de la TPM, el riesgo era que el sector real siguiera deteriorándose en el próximo mes y que el Banco Central fuera percibido “detrás de la curva” y fuera de sintonía con la realidad el país. A ello, indicó este Consejero, se agregaba el hecho de que se retrasaría por algún tiempo el inicio de una política contracíclica.

Un Consejero agregó que considerando solamente argumentos estándar, en torno a que no hay diferencia entre la inflación proyectada y la meta y que las holguras de capacidad son mayores, el Banco debería moverse con rapidez hacia una instancia monetaria neutral, dado que la TPM estaba muy por sobre este nivel. Eso, agregó, apuntaba claramente a bajas rápidas de la TPM, con un sentido totalmente distinto de lo que sucede en las economías desarrolladas, es decir no para provocar un estímulo, sino que más bien para eliminar un sesgo contractivo que tiene actualmente la política monetaria. Sin embargo, indicó este Consejero, ese tipo de razonamiento normalmente se basaba en una economía que estaba en una trayectoria hacia un equilibrio estacionario y donde el rol de la política monetaria era tratar de acelerar esa trayectoria. Sin embargo, agregó que en la situación actual existían variables, como el tipo de cambio, que podían estar desalineadas de sus fundamentos. Por ello, señaló este Consejero, creía que era particularmente complejo tomar una decisión en materia de política económica que pudiese exacerbar estas tensiones, debido a que estos desalineamientos han tendido a ajustarse de manera abrupta y costosa.

Un Consejero señaló que mantener la TPM transmitiría un mensaje que consideraba necesario después de un largo periodo de expectativas alejadas de la meta. Este era que el Banco Central de Chile va a cumplir con su mandato de llevar la inflación de vuelta al 3%, a pesar de las dificultades. Agregó que si este mensaje era internalizado, especialmente por los analistas que en el pasado han puesto en duda la determinación del Banco en el plano inflacionario, se vería realzada la eficacia posterior de la política monetaria como herramienta contracíclica.

Varios Consejeros indicaron que la decisión de mantener la TPM se justificaba por el hecho que el proceso de elaboración de un nuevo IPoM les brindaría una evaluación más precisa de los efectos de la crisis internacional sobre el sector real y sus consecuencias sobre la inflación proyectada y, por lo tanto, les daría la posibilidad de calibrar con más seguridad el impulso monetario necesario para el cumplimiento de la meta de inflación.

Un Consejero señaló 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, eran antecedentes suficientemente contundentes para apoyar una reducción de la TPM. Agregó que, en la práctica, el cambio de escenario había conducido a un endurecimiento de la política monetaria, para un mismo nivel de TPM nominal. Añadió que la tasa real y, particularmente aquella enfrentada por los agentes económicos, había subido en forma importante, en circunstancias que las condiciones macroeconómicas se habían deteriorado y la tasa de interés neutral de corto plazo bien podía estar sintiendo los efectos de este ciclo económico adverso. Todo ello, en su opinión, reforzaba la conveniencia de proceder a una cierta normalización de la política monetaria. Prosiguió, indicando que era posible postergar la rebaja de la TPM por algún tiempo breve si se introducía un sesgo que anticipara la dirección de los próximos movimientos, pero creía que proceder de inmediato generaría mayor certidumbre y contribuiría a facilitar el proceso de ajuste financiero y real que debía tener lugar de todas formas. Además, indicó, una rebaja de 25 puntos base daría cuenta de que el cuadro macroeconómico seguía siendo complejo y que la política monetaria se revisaría evaluando cuidadosamente los antecedentes que se fueran conociendo. Agregó este mismo Consejero que, aunque en contraposición a la opción de un ajuste próximo o inmediato se podría argumentar que no se debía emprender ni anticipar ninguna acción de política mientras no se observaran avances efectivos en materia de inflación, este planteamiento podría conducir a postergar una decisión de política más allá de lo razonable, en particular si los avances en materia inflacionaria eran modestos en los próximos meses. Ello, agregó este Consejero, conllevaba el riesgo de quedar atrás de los acontecimientos y forzar a realizar a destiempo ajustes abruptos, que terminaran generando costos más altos.

Respecto de los movimientos futuros de la TPM, todos los Consejeros coincidieron que, en el escenario más probable, se entraría en un ciclo de relajamiento monetario. Un Consejero señaló que, habida cuenta de los riesgos, era necesario abrir espacios a un impulso monetario que evitara la incubación de brechas excesivas para el logro de la meta de inflación en el horizonte de política. Agregó que, en su opinión, no podía descartarse que el ritmo de reducción de la

TPM fuera similar al ritmo de alza que se decidió hace unos meses atrás, cuando el Banco fue sorprendido por elevados registros de inflación.

4. Acuerdo

El Consejo acordó con los votos del Presidente señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Desormeaux y los Consejeros señores Marfán y Claro mantener la tasa de interés de política monetaria en 8,25%. El Consejero señor Marshall manifestó su decisión de reducirla en 25 puntos base.