

# Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2008

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

### Correspondiente a la sesión de política monetaria N°130 celebrada el 13 de noviembre 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 Brañas.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle; el Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldivar; 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 Gerente de Investigación Económica Interino, don Jorge Selaive Carrasco; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; el Economista Senior, don Enrique Orellana Cifuentes; y el Secretario General, don Jorge Court Larenas.

## 1. Antecedentes

### 1.1 Presentación de los antecedentes

En esta ocasión los antecedentes presentados correspondieron a los incluidos en el documento de Actualización del Escenario Reciente de Proyecciones que se divulgó el 14 de noviembre. Además, como novedades desde la reunión anterior se consideró que, en lo externo se había logrado contener las tensiones en los mercados financieros gracias a las inusitadas intervenciones de los sistemas bancarios en las principales economías del mundo desarrollado, mientras los bancos centrales habían continuado relajando sus instancias de política monetaria. El FMI y la Reserva Federal habían implementado novedosas medidas de provisión de liquidez para economías

emergentes. De todos modos, las primas por riesgo en general y la volatilidad de los mercados accionarios seguían siendo altas y las monedas de economías emergentes seguían depreciadas. En este escenario, se anticipaba que el crecimiento mundial para el 2009 se ubicaría entre 2 y 2,5%, con menores precios de *commodities* y condiciones crediticias que seguirían siendo estrechas.

Las tensiones en los mercados monetarios locales habían amainado gracias a la implementación de diversas medidas por parte del Banco Central, pero el costo del crédito y las condiciones crediticias continuaban estrechas. El peso se había mantenido en niveles depreciados y con significativa volatilidad.

Se estimaba que, por ahora, las cifras internas de actividad y demanda no reflejaban el impacto del cambio del escenario macro durante septiembre y octubre. Se preveía de todos modos que el crecimiento del PIB y de la demanda interna comenzaría a resentirse a partir de este trimestre respecto de proyecciones previas.

Aunque la inflación de octubre había sorprendido al alza, ello se debía fundamentalmente al efecto de la depreciación del peso y mayores precios de productos perecibles (además de la carne). Las cifras de inflación subyacente habían estado en línea con lo previsto, y algo por debajo en el caso de los alimentos no perecibles. Los salarios seguían mostrando una dinámica compatible con patrones históricos, mientras las compensaciones inflacionarias se habían mantenido bajas. Otras medidas de expectativas de inflación mostraban reducciones moderadas.

Los antecedentes anteriores, junto con la reevaluación del escenario internacional para el 2009-2010, llevaban a configurar un nuevo escenario de mediano plazo. Este contemplaba un menor crecimiento del PIB en el 2009 y una reducción rápida de la inflación, convergiendo al 3% antes de lo contemplado en el IPoM de septiembre. Las expectativas privadas se encontraban globalmente en línea con este escenario, destacando que, a pesar de la significativa depreciación nominal y real del peso, las compensaciones inflacionarias se habían reducido de manera significativa.

### 1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió acerca de la evolución del escenario internacional. En particular que los desarrollos de las semanas previas daban cuenta de un escenario que parecía mucho más deteriorado que lo previsto en términos de actividad mundial. También se destacó la caída que mostraban los precios de las materias primas, indicando que existían indicadores como el costo de transporte marítimo que podían estar adelantando una baja más pronunciada del precio de las materias primas.

Respecto de los movimientos del tipo de cambio, se indicó que a través de un modelo que consideraba los determinantes de corto plazo de sus movimientos, era posible explicar sus variaciones en el último mes, pero no el incremento acumulado desde agosto a la fecha. Se agregó que la observación de los diferenciales de tasas de interés en Chile y EE.UU., corregidos por premios soberanos, mostraba una fuerte caída tanto en términos nominales como reales, dando cuenta de que el descenso en las tasas de interés de largo plazo había sido mucho más fuerte en Chile que en EE.UU., a pesar de que las tasas cortas, en particular la TPM, no mostraban mayores cambios. También se señaló que la caída en las tasas de largo plazo parecía ser un fenómeno que estaba ocurriendo en varias economías y podía ser una explicación de la apreciación general que mostraba el dólar.

Acerca de las condiciones crediticias en el mercado interno, se indicó que las tasas de colocación a períodos más cortos mostraban aumentos relevantes en los últimos meses, que no coincidían con una acción de política monetaria. Se señaló que había diversos factores que podrían estar explicando estos cambios, uno de ellos era que coincidía con la menor disponibilidad de financiamiento a través de *factoring*, por lo que su búsqueda a través de la banca podía estar afectando la composición de estas colocaciones y la tasa promedio cobrada. Se indicó que, en todo caso, la observación de estas tasas como un promedio podía dar señales equivocadas de lo que estaba pasando con el costo del crédito, por cuanto los cambios en la composición podían ser muy relevantes. No obstante esta última observación, los niveles de las tasas eran claramente superiores a los de comienzos de septiembre y era difícil plantear que ese aumento se concentrara solo en algunos segmentos de crédito. Respecto de los efectos en el sector real, se señaló que parte importante de las correcciones que se estaban realizando a las proyecciones de actividad e inflación en el corto plazo respondían a la cuantificación del impacto del cambio en las condiciones crediticias.

Se discutió sobre la alta incertidumbre que rodeaba el escenario macroeconómico, en especial en el más corto plazo. Se mencionó que la evolución de la inflación en el corto plazo estaba sujeta a mucha incertidumbre. En particular, porque si bien había efectos que estaban claramente apuntando a bajas inflaciones mensuales, como el precio del petróleo, había otros, como el tipo de cambio, que dificultaban el traspaso de los menores precios internacionales de otros bienes, como los alimentos. A ello se sumaba el tema de la persistencia inflacionaria, y las dudas de cuánto sería su efecto final en las nuevas condiciones macroeconómicas que se enfrentaban. Al respecto, la evolución de los salarios era un punto muy relevante, si bien hasta el momento de la reunión no daban la sensación de ser un factor que estuviera agregando presiones inflacionarias a la economía, ello era algo que se debía seguir monitoreando con cuidado. Se agregó que, más allá de los factores de volatilidad de más corto plazo, la evidencia empírica mostraba que el efecto desinflacionario de mayores holguras

de capacidad era claramente superior al efecto opuesto de una depreciación del tipo de cambio. Por ello, escenarios en que había un deterioro fuerte de la economía, acompañado de una depreciación también importante del peso, terminaban con menores niveles de inflación y no con mayores.

## 2. Opciones

---

Dados los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo consideró que la opción más plausible era mantener la TPM en 8,25%.

De las tres consideraciones tras la decisión de la reunión pasada, esto es, la magnitud del efecto contractivo por condiciones crediticias internas más estrechas, un escenario internacional más deteriorado, y la persistencia del proceso inflacionario, se había llegado al juicio de que las dos primeras se alteraban respecto del escenario previsto en el IPoM, mientras que el juicio respecto de la persistencia inflacionaria no se modificaba (controlando por las perspectivas de holguras de capacidad). Por tanto, podía plantearse que, en esta ocasión, las dos consideraciones relevantes para la decisión de política eran: i) las implicancias de política monetaria del nuevo escenario de mediano plazo que se presentaba en esta reunión; ii) los riesgos asociados y la incertidumbre que aún persistía.

Respecto del primer punto, la actualización del escenario base presentado en esta reunión resultaba en una trayectoria para la TPM que era plana por varios meses para luego, en la medida en que se comenzaran a materializar mayores holguras de capacidad y una desinflación rápida, descender de manera significativa en el curso del 2009. Esta trayectoria estaba en torno a 100 puntos base por debajo de la implícita en el IPoM de septiembre. Los elementos centrales tras esta dinámica inflacionaria eran los siguientes. Uno, la generación de holguras, tanto por la evaluación respecto del impacto en el crecimiento de las condiciones crediticias más restrictivas como por el deteriorado panorama internacional de mediano plazo. Dos, la observación de que, más allá del efecto cambiario y de la generación de mayores holguras, la dinámica y propagación inflacionaria seguía una trayectoria congruente con el escenario del IPoM. Tres, la depreciación del peso era fundamentalmente transitoria y que se producía una convergencia a niveles coherentes con sus determinantes de largo plazo en el curso de los próximos trimestres. En este escenario, la TPM se mantendría en su nivel actual durante varios meses, por lo que era difícil argumentar a favor de una opción distinta de mantener la TPM en 8,25%.

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

En lo interno, más allá de información casuística relativa a la mayor prudencia de los agentes y postergación de proyectos, todavía no se apreciaba del todo en las cifras efectivas el impacto concreto del cambio en las condiciones de financiamiento y la alteración del entorno externo, pudiendo ser este mayor o menor que lo que los patrones históricos sugerían y que habían servido de base, como siempre, a la configuración del escenario de proyección presentado en esta reunión. Los costos de errar en el diagnóstico sobre la magnitud de estos efectos podían ser asimétricos.

Adicionalmente, se estimaba que el traspaso de la depreciación a la inflación en el mediano plazo seguía siendo moderado, una evaluación que era hasta ahora compartida por los mercados financieros, lo que se veía en la fuerte caída que habían acumulado las medidas de compensación inflacionaria y la estructura de tasas nominales. No se podía descartar, sin embargo, que si la economía finalmente era más resiliente que lo anticipado al cambio en el entorno internacional, el traspaso de la reciente depreciación sería mayor.

En la medida en que se ponderaran de una u otra forma los riesgos mencionados, podría ser posible justificar incluir entre las opciones otras alternativas distintas de aquella de mantener. Sin embargo, un aumento de la TPM solo se podría dar en un escenario claramente muy distinto al que se estaba planteando como más probable, por ejemplo si la coyuntura se veía alterada y se volvía a un panorama de mediano plazo más parecido al del IPoM de septiembre, o porque la economía real era mucho más resiliente al deteriorado panorama externo, con lo que las presiones inflacionarias no se dispararían con la rapidez prevista. Una reducción de la TPM parecía ser por ahora apresurada, debido a que la actualización del escenario base no sugería reducciones de la TPM sino hasta que se materializara un escenario de menor inflación y crecimiento. Por todos estos aspectos, era difícil contemplar una opción distinta a mantener la TPM en esta oportunidad.

Con relación a aspectos comunicacionales y tácticos, era importante destacar que, en esta ocasión, el mercado esperaba prácticamente por unanimidad una mantención de

la TPM. Cualquier decisión distinta sería tomada con sorpresa, dando cuenta de un escenario macroeconómico bastante distinto al que había internalizado el mercado. Sin embargo, las proyecciones del nuevo escenario base no eran muy distintas a, por ejemplo, las contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Los Consejeros consideraron un conjunto amplio de antecedentes en su decisión, incluidos los contenidos en el documento Actualización del Escenario Reciente de Proyecciones y los citados al comienzo de esta minuta. Todos los Consejeros destacaron el drástico cambio en el escenario macroeconómico, con cambios que apuntaban todos en la misma dirección: deterioro de las expectativas, endurecimiento de las condiciones financieras, desaceleración de la actividad real —especialmente en las economías desarrolladas—, apreciación del dólar, desplome de los precios de las materias primas y la amplitud de escenarios alternativos, especialmente pesimistas. Un Consejero destacó que las economías emergentes con mayor nivel de endeudamiento mostraban pocos grados de libertad para impulsar políticas anticíclicas, como lo reflejaba el aumento de las tasas de interés de largo plazo en sus respectivas monedas. La economía chilena, agregó este Consejero, se distinguía una vez más en la región, por la reducción de las tasas de largo plazo internas reflejando, a su juicio, un mayor margen de maniobra para la política económica. Un Consejero resaltó la severa caída del precio del cobre como un hecho relevante de los desarrollos más recientes. Agregó que la economía chilena, pese a la fuerte caída de este precio, estaba bien preparada para absorber este *shock*, principalmente por la conducción de la política fiscal y la flotación cambiaria. Añadió que, desde el punto de vista de las perspectivas económicas nacionales, la buena noticia venía por la caída del precio del petróleo. Esta, debiera aliviar la elevada inflación y resultar, además, en una caída de costos para el sector productivo.

En el plano interno, todos los Consejeros coincidieron en que el cuadro macroeconómico era complejo, destacando que las condiciones para otorgar créditos se habían tornado más restrictivas. Varios de ellos indicaron que, pese a que el estrechamiento de las condiciones de liquidez fue aliviado por las acciones de política económica, se mantenía una mayor percepción de riesgo, lo que había resultado en un aumento de las tasas de colocación al público. Un Consejero indicó que este cambio en las condiciones crediticias tendría, a su juicio, impacto en la demanda interna, con una fuerza que, lo más probable, era que operaría con mayor intensidad en el curso del próximo año y, además, perduraría durante varios trimestres. Esto, agregó, entre otras cosas, porque el crédito interno, después de varios años de rápida expansión, entrará en una etapa

de moderación y ajuste que necesariamente tomaría tiempo. Otro Consejero añadió que si bien las mayores restricciones al crédito se percibían claramente, no era evidente su magnitud ni su impacto sobre la actividad. Ello, agregó, porque existía significativa incertidumbre en este ámbito, especialmente porque se venía de un periodo donde las condiciones de crédito eran excesivamente favorables, elemento que la acción de política monetaria esperaba corregir.

Todos los Consejeros destacaron el elevado registro de inflación de octubre, que confirmaba que la inflación seguía siendo un problema importante que enfrentaba la economía chilena. Uno de estos Consejeros indicó que el dato de inflación de octubre había sido algo mayor que lo esperado, pero con una diferencia menor respecto de lo que había previsto el mercado, puesto que las estimaciones del Banco ya contemplaban algo más de propagación que la habitual. Otro de estos Consejeros destacó que las proyecciones sugerían que, pese a la alta inflación de octubre, los registros mensuales de los próximos meses serían menores, particularmente por un menor precio de los combustibles. Otro de estos Consejeros destacó que la propagación continuaba siendo alta y preocupante, y el impacto del nivel y volatilidad del tipo de cambio se hacía sentir en las medidas de inflación.

Todos los Consejeros coincidieron en que el deterioro del escenario internacional tendría efectos sobre la actividad interna y la inflación y, por ende, consecuencias de primer orden para la política monetaria. Un Consejero, destacó que se observaba un deterioro brusco en las expectativas de los hogares y las empresas, lo que contribuiría a desacelerar la demanda y, en particular, los componentes más sensibles al ciclo. Agregó que las cifras de actividad y empleo que se habían conocido recientemente reflejaban, en lo fundamental, las tendencias que se venían observando previo a los episodios de mayor estrés, por lo que hacia delante se podía esperar una desaceleración tanto de la actividad como del empleo, la que se intensificaría en el curso del próximo año. Algunos Consejeros indicaron que en los próximos trimestres la economía chilena absorbería las repercusiones de la crisis externa, tanto sobre el sector real como a través de su impacto sobre las exportaciones, los términos de intercambio y la inversión extranjera, entre otros canales de transmisión. Otro Consejero agregó que los datos y los análisis internos hasta el momento sugerían que el impacto de la crisis externa sobre la actividad interna debiera ser importante pero acotado. Sin embargo, agregó que aún era temprano para evaluar su magnitud, y por lo tanto su efecto sobre la trayectoria de la inflación. En todo caso, indicó que creía que los riesgos sobre la actividad eran a la baja, con su consecuente impacto sobre la inflación.

Todos los Consejeros destacaron que, congruente, con los cambios en el escenario macroeconómico, se observaba un cambio apreciable en las expectativas de inflación y de TPM. Un Consejero indicó que si bien las expectativas de inflación habían

disminuido significativamente, lo que era un buen indicador, todavía se mantenían por sobre la meta en el horizonte de dos años. Añadió que los analistas, las encuestas y los precios de los activos financieros descontaban una caída de la TPM a partir del primer semestre del 2009, pero sorprendentemente las expectativas de inflación coherentes con esas trayectorias continuaban por sobre 3%.

Un Consejero indicó que en el contexto actual, y además con la inflación muy elevada, el desafío para la política monetaria era complejo. Debía asegurarse que la propagación de la alta inflación hacia otros precios fuese limitada y que la caída de la inflación mundial se transmitiera a la economía nacional. Agregó que la elevada depreciación del peso, al igual que la de muchas otras monedas en el mundo, en especial en los países exportadores de materias primas, había atenuado la caída de precios internacionales, pero estaba aún lejos de eliminar dichos efectos. Asimismo, las cifras sobre la evolución de los salarios mostraban que estos no estaban causando persistencia inflacionaria, y de permanecer en el curso actual deberían seguir una evolución coherente con una trayectoria de caída de la inflación, y por lo tanto contribuir a suavizar el ajuste de la economía.

Respecto de las razones que podían inclinar la decisión, algunos Consejeros indicaron que, en base a la información disponible al momento de la reunión, era difícil justificar una decisión diferente que la de mantener inalterada la TPM. Uno de estos Consejeros agregó que además el nuevo escenario de proyecciones estaba sujeto a riesgos considerables, incluyendo una posible profundización de la crisis internacional, así como una mayor repercusión de esta en el plano interno.

Algunos Consejeros señalaron que, aunque las expectativas sobre la actividad y el escenario externo podían sugerir la necesidad de bajar la TPM, a su juicio, era mucho más apropiado mantenerla en esta oportunidad, a la espera de noticias que aseguraran con algo más de certeza la caída de la inflación. Uno de estos Consejeros agregó que, aunque las nuevas proyecciones indicaban que la desaceleración de la demanda y de la actividad interna sería superior a lo previsto en septiembre, la inflación seguía elevada. Por ello, prosiguió, había que mantener un monitoreo cuidadoso de su propagación. Agregó, por último, que la economía chilena no tendría un mejor desempeño si se descuidaba la convergencia de la inflación a la meta.

Un Consejero indicó que, en su opinión, mientras no se tuviera relativa certeza de que el proceso de convergencia de la inflación a la meta era inequívoco, lo que correspondía era mantener la TPM y no desviar la trayectoria de política monetaria. Esto, especialmente en un contexto donde los riesgos —y aún más los costos— de que la inflación se mantuviera alta eran importantes. Sobre los riesgos, agregó este Consejero, destacaba, por un lado, que la dinámica cambiaria era compleja, volátil

y, a su juicio, las perspectivas de ese momento impedían hacer descansar la caída de la inflación en la mayor brecha o la caída en el precio de las materias primas. Indico que las presiones a un mayor tipo de cambio real de equilibrio en el mediano plazo ponían duda respecto de la evaluación de que el nivel del tipo de cambio reflejaba, principalmente, una sobrerreacción que debiera corregirse en el corto plazo, como suponía la actualización del escenario base. Esto, debido a los menores términos de intercambio, a que se esperaba que se mantuvieran elevadas las restricciones al financiamiento en el exterior en los próximos trimestres y a la alta volatilidad e incertidumbre en la demanda mundial por activos riesgosos. Un riesgo adicional era que el grado de indexación de la economía chilena era alto. Si bien era difícil medirla o resumirla en un coeficiente, los registros de inflación de los últimos meses y la evidencia casuística sugerían que se podía estar frente a una dinámica inflacionaria que fuese más pegajosa que lo sugerido por los modelos del Banco. Finalmente, agregó este Consejero, existía el riesgo de no tener espacio para errar en el lado de minimizar los riesgos de que la inflación se mantuviera alta.

Un Consejero señaló que el dilema para la política monetaria era complejo porque los efectos desinflacionarios del *shock* financiero eran difíciles de anticipar con precisión y operarían con algún rezago. En este contexto, creía que la opción de política que surgía con mayor nitidez era la de mantener la TPM en su actual nivel. Esta opción, añadió, se fundamentaba, en primer lugar, en el alto nivel que registraba la inflación anual y en el desafío que implicaba todavía su convergencia. En esa misma línea, parecía recomendable que los registros mensuales de inflación mostraran un quiebre de tendencia antes de proceder a efectuar un recorte de la TPM.

Un Consejero señaló que, a su juicio, de revisar el nivel de las diversas variables macroeconómicas surgían dos que estaban francamente desalineadas respecto de cualquier equilibrio estacionario razonable. La primera era la tasa de inflación en doce meses, cercana al 10%. La segunda era el tipo de cambio real, que estaba, de acuerdo con las estimaciones habituales, desalineado fuertemente respecto de sus fundamentales de largo plazo. En su opinión, prosiguió este Consejero, mientras estas dos variables se mantuvieran desalineadas era imprudente pensar en una reducción de la TPM, por lo que descartaba, por ahora, esa posibilidad.

Varios Consejeros señalaron que les parecía que la opción de aumentar la TPM en esta reunión estaba descartada.

Respecto de la opción de reducir la TPM en esta oportunidad, un Consejero indicó que esta merecía atención. Esto, agregó, porque se podía argumentar que la severidad del golpe a las expectativas provocada por la crisis, los cambios en las preferencias por riesgo y, en particular, el endurecimiento de las condiciones

crediticias, requerían o requerirían próximamente de una acción de política más decidida. En ese sentido, prosiguió, como la tasa efectiva enfrentada por los clientes había subido en varios puntos porcentuales, como resultado de la percepción de un mayor riesgo de crédito, ello podría abrir espacio para un recorte en el nivel de la TPM. En contraposición a estos argumentos, añadió que el diagnóstico sobre lo que estaba ocurriendo con las políticas crediticias de los bancos era aún preliminar y debía ser confirmado y perfeccionado antes de servir de base para una acción de política. A ello se sumaba que el mercado, en forma mayoritaria, esperaba que la TPM no tuviera cambios en esta oportunidad. Estos elementos, finalizó, lo hacían dejar de lado la opción de una rebaja de la TPM en esta reunión, teniendo en cuenta además que mantener la TPM dejaba abierta la posibilidad de reaccionar en los próximos meses con la intensidad que se estimara necesaria.

Respecto de la evolución futura de la TPM, un Consejero indicó que tal como le parecía descartable subir la TPM en esta oportunidad, tampoco le parecía prudente anunciar algún tipo de sesgo, pues aún era necesario confirmar el escenario más débil de actividad y sus consecuencias inflacionarias. Por ello, aunque creía que un recorte de la TPM sería lo más probable en el futuro, no le parecía que con la información que se tenía en ese momento pudiera asegurarse que en el corto plazo esto sucedería. Este Consejero también indicó que, en el escenario más probable, se observaría una caída de la inflación algo más rápida que la prevista en el IPoM de septiembre. Al contrario de lo supuesto en dicho ejercicio, agregó, el mundo si contribuiría a la reducción de la inflación, por su impacto directo en el precio de las materias primas, así como por la probable ampliación de la brecha de capacidad causada por la severa caída de demanda externa. Otro Consejero agregó que el cambio del escenario macroeconómico hacía que la moderada ampliación de la brecha de capacidad, necesaria para reducir las presiones inflacionarias a lo largo del horizonte de política, se diera sin la necesidad de una política monetaria activa. Por el contrario, apuntó este Consejero, el escenario central actual suponía una mantención de la TPM durante algunos meses para posteriormente converger hacia un nivel más bajo. Algunos Consejeros añadieron que la TPM se ubicaba por debajo de la trayectoria contemplada en el IPoM de septiembre, de manera que la decisión de mantenerla implicaba, de por sí, una verdadera rebaja respecto de dicho nivel.

#### 4. Acuerdo

---

El Presidente señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Desormeaux y los Consejeros señores Marfán, Marshall y Claro acordaron por unanimidad mantener la tasa de interés de política monetaria en 8,25%.