

Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2008

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°129 celebrada el 9 de octubre de 2008

Asisten el Presidente don José De Gregorio Rebeco, el Vicepresidente don Jorge Desormaux 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 Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; 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 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; los Economistas Senior, doña Erika Arraño González, don Felipe Jaque Sarro y don Enrique Orellana Cifuentes; y el Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

Sin duda que la principal novedad desde la reunión anterior había sido la agudización de las tensiones en los mercados financieros internacionales, con fuertes restricciones de liquidez en gran parte de los mercados desarrollados y una extensión del nerviosismo hacia los mercados de las economías emergentes. Grandes entidades financieras habían sido rescatadas o compradas —incluso algunas habían quebrado— en EE.UU. y Europa, mientras el gobierno estadounidense había aprobado un plan de rescate financiero por US\$700 mil millones. Los principales bancos centrales habían ampliado, en reiteradas ocasiones, los mecanismos de provisión de liquidez e incrementado los montos mínimos de los seguros de

depósitos. Sin embargo, la tensión no había cedido y, muy por el contrario, había ido en aumento. Ello se reflejaba, entre otras cosas, en un aumento considerable en las tasas interbancarias *overnight*, pero también en aquellas a plazos mayores, las que alcanzaban niveles históricos, reflejo de una desconfianza inédita en estos mercados. Además, al contrario de otras oportunidades, destacaba que no existían expectativas de reversión en el corto plazo.

En un contexto de volatilidad en niveles históricamente altos, la elevada incertidumbre había generado un efecto *flight-to-safety* que se había reflejado en aumentos drásticos y generalizados en las primas por riesgo. Las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. habían mostrado vaivenes de 40 puntos base en ambas direcciones desde la reunión de septiembre. Las bolsas mundiales presentaban significativas y generalizadas caídas en el mes, destacándose el *Nasdaq* para EE.UU. (-20%), Japón (-17%) y Zona Euro (-14%). El dólar había mostrado una marcada apreciación en los mercados internacionales, mientras las expectativas para las tasas de política monetaria de las economías desarrolladas se habían ajustado a la baja. Así para EE.UU., las expectativas para fin de año apuntaban a una reducción de 50 puntos base y para la Zona Euro de 25 puntos base. Destacaba también que algunas economías habían comenzado a recortar sus tasas de referencia, en particular Australia la había disminuido en 100 puntos base e Israel en 50 puntos base.

Las economías emergentes también se habían visto impactadas, con premios soberanos que habían aumentado significativamente. De acuerdo con el EMBI Global, se observaban aumentos de 121, 92 y 151 puntos base para Brasil, México y Rusia, respectivamente, desde la reunión anterior. En Chile la variación era menor, cerca de 50 puntos base, y su nivel absoluto seguía siendo el menor de Latinoamérica. Al igual que en las economías desarrolladas, las bolsas emergentes mostraban retrocesos importantes, destacando Brasil (20%) y Rusia (42%), mientras que en Chile la caída en el índice bursátil había sido algo inferior (12,7%). Además, los flujos de inversión hacia economías emergentes retrocedían fuertemente en el mes.

Los acontecimientos en los mercados financieros se habían sumado a los ya deteriorados indicadores de actividad en las economías desarrolladas, con lo que las perspectivas de crecimiento mundial se habían ajustado a la baja, en particular para el 2009, observándose, por primera vez, ajustes significativos también para economías emergentes. Aún así, este escenario consideraba que persistiría el desacople entre economías desarrolladas y emergentes. Por lo mismo, tal como se indicó en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, seguía siendo un elemento de riesgo relevante que el desacople del crecimiento entre zonas económicas no persistiera.

Los precios de las materias primas, también en un contexto de alta volatilidad, mostraban caídas generalizadas en el mes, respondiendo a expectativas de una demanda global más reducida. El petróleo WTI había caído 17% desde la reunión pasada. Basado en los precios implícitos en los contratos futuros, las proyecciones de precio de crudo se ajustaban a la baja respecto de septiembre. Asimismo, el precio del cobre había caído algo más de 20%. Los precios de los granos también registraban retrocesos importantes, en particular el trigo disminuía algo más de 30%, mientras el maíz lo hacía en más de 25%.

Los mercados financieros locales no habían estado ajenos a las tensiones internacionales, observándose reacciones importantes en las variables financieras. Destacaba la magnitud de la depreciación del tipo de cambio peso por dólar desde el cierre estadístico del IPoM (cerca de 12%, equivalente a un aumento de más de \$70). La pérdida de valor del peso había obedecido, principalmente, al fortalecimiento del dólar en los mercados internacionales —la variación del *Broad Index*, que agrupa las monedas de los principales socios comerciales de EE.UU., era del orden de 4% en igual lapso—. Lo anterior se evidenciaba en las menores variaciones de la comparación del peso con canastas de monedas, 7% medida por la variación del Tipo de Cambio Multilateral (TCM) y menos de 5% si no se consideraba el dólar (TCM-X). La caída del peso respecto del dólar no era muy distinta de la que se observa en igual lapso para otras monedas: euro 6%, real brasileño 29%, peso mexicano 13%, won coreano 14%, forint húngaro 10%, zloty polaco 8% y dólar australiano 14%. Cabía mencionar, que el fortalecimiento del dólar en el mercado local había seguido verificándose, aun cuando el Banco Central había puesto fin a la intervención en el mercado cambiario el 29 de septiembre junto con impulsar un programa de licitaciones de compra de *swap* de divisas. Se estimaba que el tipo de cambio real (TCR) había disminuido levemente en septiembre respecto de agosto, ubicándose algo por sobre 96 (en su medida 1986=100). En octubre, considerando la depreciación multilateral del peso y las proyecciones de inflación externa e interna, se ubicaría en niveles del orden de 105.

Más allá de la depreciación del peso, la falta de liquidez en los mercados mundiales, la salida de flujos desde los mercados emergentes y el menor acceso a los créditos externos se habían reflejado internamente en el abrupto aumento del *spread* entre la tasa libo y la tasa de interés local en dólares (*spread on-shore*) que a mediados de la semana previa a la reunión había alcanzado un máximo histórico de casi 550 puntos base a 90 días y que en los días previos a la reunión había descendido a cerca de 280 puntos base (su promedio entre agosto 2007 y agosto 2008 fue de 139 puntos base). Este descenso se podía atribuir en parte a la oferta de *swaps* por parte del Banco Central. De igual manera, las tasas de colocación en dólares mostraban significativos incrementos en la última semana,

pasando de niveles en torno a 4,5% durante gran parte de septiembre a cifras sobre 8% en promedio en los primeros días de octubre.

En pesos también se había observado una situación de falta de liquidez, aunque el mercado interbancario no se había resentido. No obstante, las tasas que los bancos aplicaban a sus operaciones con el público sí daban cuenta de un mercado en pesos más apretado. La TAB nominal pasó de tasas del orden de 0,75% mensual a 30 y 90 días a valores en torno a 0,90% en los días previos a la reunión. Las tasas de captación y colocación en pesos también habían mostrado aumentos de considerable magnitud. En particular, las tasas de los créditos de consumo habían subido 375 puntos base comparando el promedio de agosto con lo que iba de octubre. Las tasas de las colocaciones comerciales en pesos habían aumentado algo más de 300 puntos base en igual período, ambas variaciones por sobre los 200 puntos base que acumulaba la Tasa de Política Monetaria (TPM) desde junio. Respecto de las tasas de las colocaciones para la vivienda, la información casuística y la recogida en las visitas a regiones indicaba que estas habían subido del orden de 150 puntos base en la última semana de septiembre, no obstante esto no era posible aún de corroborar con las fuentes habituales de información. Esto, más las mayores restricciones en el otorgamiento de créditos: menores plazos y mayores requerimientos de garantías, entre otros, permitían explicar la desaceleración del stock total de colocaciones y de sus componentes.

A diferencia de lo que ocurría con las tasas de interés de la banca con terceros, las tasas de los instrumentos del Banco Central en pesos habían caído desde la reunión anterior. La excepción se daba en las tasas de los documentos en UF de muy corto plazo (BCU-2) que habían aumentado casi 150 puntos base desde la reunión anterior.

A este complejo panorama de los mercados financieros se sumaban noticias locales de actividad e inflación cuya lectura por parte del mercado había tenido implicancias opuestas. Por un lado, en septiembre la inflación mensual del IPC nuevamente había mostrado un incremento importante, alcanzando una variación mensual de 1,1% y de 0,9 y 0,5% el IPCX e IPCX1, respectivamente. A diferencia de meses previos, una parte importante de la mayor inflación del mes se concentraba en los precios de los combustibles y tarifas, a lo que se habían sumado aumentos de precios como los de las carnes y el transporte, que, en parte, respondían a factores estacionales. No obstante, aún seguía observándose un fenómeno de alzas generalizadas de precios. En términos anuales, se habían registrado variaciones de 9,2%, 8,8 y 7,9% para el IPC, IPCX e IPCX1, respectivamente. La velocidad trimestral del IPCX1 había disminuido, mientras que las del IPC e IPCX aumentaba. Los indicadores de

inflación subyacente continuaban mostrando tasas elevadas aunque con algunas reversiones en el margen. La medida de IPC que excluye alimentos y energía había aumentado 0,7% en el mes, acumulando un incremento anual de 5,6% (5,5% el mes anterior), al mismo tiempo que la del IPCX1 sin alimentos se había incrementado 0,6% en septiembre, con una expansión anual de 5,1% (5,2% en agosto).

Las compensaciones inflacionarias, aunque con una alta volatilidad en el mes, se ubicaban en niveles menores a los vigentes para la reunión anterior, especialmente aquellas de menor plazo. Esta trayectoria coincidía con los ajustes que se habían apreciado en el mercado de renta fija una vez anunciado el término del plan de deuda con que se esterilizaba la compra de reservas internacionales. Así, al comparar los valores en los días previos a la reunión con los vigentes al momento de la anterior, la compensación 1 en 1 caía en algo más de 100 puntos base, mientras la de 2 en 3 lo hacía en 20 puntos base y la de 5 en 5 sobre 10 puntos base. De igual manera y en el mismo período, las expectativas que se recogían de las encuestas a la mesa de dinero pasaban desde 7,2% anual a 5,50% a un año y desde 5,0% a 4,50% a dos años plazo. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) también mostraba cambios respecto de lo que arrojaba un mes atrás: a un año bajaba desde 6,0% a 5,3% y a dos años desde 3,9% a 3,5%, sin embargo a diciembre de este año subía desde 8,5 a 8,7%. En cuanto a las expectativas que se extraían de la encuesta IPEC, el porcentaje de personas que respondía que la inflación en los próximos doce meses subiría “mucho” continuaba retrocediendo gradualmente, ubicándose en 65% de acuerdo con la información de septiembre. Las expectativas de inflación anual que se extraían del IMCE se mantenían en 8% desde agosto. Por el lado de los costos, los datos de agosto mostraban un incremento de los salarios mes a mes bastante menor que en el mes previo, con tasas de variación anual sin grandes cambios respecto de sus niveles anteriores. Así, los salarios reales seguían con tasas de variación anual negativas.

Por el lado de la actividad, la información conocida de agosto daba cuenta de un crecimiento de 2,4% anual para el Imacec. Parte del menor incremento respecto de meses anteriores no escapaba de los vaivenes habituales de estas cifras ante la diferencia de días hábiles (2 menos en esta ocasión). De hecho, descontada la estacionalidad el crecimiento del Imacec era de 3,9% (4,9% el mes previo). Por sectores, destacaba la caída en la actividad de la minería —afectada, en parte, por problemas en el proceso productivo de algunas empresas relevantes del sector— y la baja actividad del comercio mayorista, donde la diferencia de días hábiles podría haber tenido un efecto relevante. En cuanto a la demanda, los indicadores de agosto mostraban un menor crecimiento del consumo, en línea con la menor actividad del comercio antes detallada, pero al mismo tiempo la

inversión seguía con una expansión dinámica. En particular, las importaciones de bienes de capital crecían a tasas elevadas. Con todo, la información de actividad de agosto no era suficiente, dada su volatilidad, para modificar las perspectivas de crecimiento del año respecto de lo que se había estimado en el IPoM de septiembre. Indicadores adelantados de la actividad de septiembre —basados en la generación eléctrica— daban cuenta de que el crecimiento del Imacec en dicho mes debería ser mayor al de agosto, lo que también se condecía con la existencia de tres días hábiles más que en igual mes del 2007. Al mismo tiempo, el mercado laboral continuaba mostrando un panorama favorable, con el empleo creciendo a tasas de 4% anual y un desempleo, eliminada estacionalidad, que se mantenía entre 7,5 y 8% por ya varios meses.

En términos de política monetaria, las expectativas de mercado respecto de la tasa de política monetaria (TPM) habían mostrado alta volatilidad en el mes, reaccionando fuertemente a la consecución de noticias. Habían aumentado después de la publicación del IPoM, en que se daba cuenta que el Consejo aumentaría la TPM por sobre lo que el mercado preveía al cierre estadístico del Informe. Luego, al anunciarse el término del programa de acumulación de reservas y la suspensión del programa de esterilización se habían reducido. Habían vuelto a aumentar luego de conocerse el dato efectivo de inflación y habían hecho lo contrario luego de las cifras de actividad. Ello en un contexto en que los eventos externos, si algo, habían tendido a apaciguar las expectativas de mayores alzas y los máximos se estimaban más transitorios. De esta manera, en los días previos a la reunión las opiniones de mercado oscilaban entre una mantención de la TPM y un aumento de 25 puntos base. De acuerdo con la curva *forward*, el mercado había pasado de anticipar una TPM máxima de 9% en el primer trimestre del 2009 a una de 8,4%, adelantando el fin del ciclo restrictivo al segundo trimestre del 2009. Las tasas *swap*, a su vez, tenían implícita una trayectoria de la TPM que se mantendría en 8,25% gran parte del 2009, para descender bajo 8,0% dentro de un año. En tanto, de acuerdo a la EEE los agentes preveían que el ciclo de alzas de la TPM culminaría en esta reunión con un aumento de 25 puntos base y el descenso sería más pronunciado. Así en un año más la TPM se situaría en 7,5% (8,25% el mes pasado).

Las implicancias de las novedades del último mes sobre la convergencia de la inflación a la meta eran aún inciertas. Por lo pronto, en el corto plazo el panorama inflacionario era inambiguamente mayor. Esto, por cuanto si bien el precio de algunos *commodities* había bajado, en especial el del petróleo y el trigo, el aumento en el tipo de cambio había más que compensado el efecto sobre la inflación en pesos. Además, el incremento en el tipo de cambio también tenía mecanismos de traspaso hacia otros precios en la economía, lo que hacía que el panorama de inflación de corto plazo fuera mayor que el previsto en

el IPoM. A mediano plazo, las implicancias del escenario externo sobre la convergencia de la inflación a la meta podrían tener un signo opuesto. Por un lado, el escenario de crecimiento mundial se había debilitado respecto de lo esperado en el IPoM y parecía haber mayor coincidencia en que la mayor parte de las zonas económicas se verían afectadas, aunque en distintas magnitudes, por el debilitamiento de las economías desarrolladas, lo que sin duda reducía las presiones inflacionarias externas. Por otro lado, la caída de los precios de los *commodities*, de mantenerse o profundizarse, también podría ser una fuente de menores presiones inflacionarias a futuro. Internamente, el efecto sobre la actividad y, vía ella, sobre la brecha de capacidad y la inflación, era todavía difícil de determinar. El escenario base del IPoM consideraba que la actividad crecería del orden de 1 punto porcentual por debajo de la tendencia en el 2009-2010 para lograr la convergencia de la inflación a 3%. Cualitativamente, esta evaluación no había cambiado, quedando por ver si algo de esta mayor brecha sería generada por un crecimiento mundial más débil o solo por la acción de la política monetaria. Los datos de actividad de agosto eran aun insuficientes para modificar sustancialmente el panorama de actividad de corto plazo considerado en el IPoM, sobre todo teniendo en cuenta su volatilidad y que variables como la inversión seguían creciendo a tasas elevadas. A mediano plazo, sin embargo, era probable que ante un escenario de mayor debilidad mundial, el crecimiento interno fuera menor, tal como lo indicaban los escenarios de riesgo que se habían revisado en la preparación del IPoM de septiembre. Las condiciones financieras se habían apretado en las últimas semanas, pero sin que aún se pudiera dilucidar si parte de ello correspondía a un efecto más persistente, ligado a la evolución misma de la política monetaria, o era solo una reacción transitoria a las tensiones en los mercados externos.

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

En el ámbito internacional, y en referencia a las perspectivas de crecimiento mundial, se revisó un escenario alternativo que consideraba un mayor debilitamiento de la economía mundial, con recesión en las principales economías. Se destacó que, probablemente, se estaba frente a uno de los peores escenarios en los últimos 30 años y que, incluso, esto era contemplando proyecciones que podrían ser consideradas relativamente optimistas para algunos países. Se analizó la probabilidad del fin del desacople de las economías emergentes, en particular de las de América Latina y Asia. Ello porque, además del impacto que podría tener en su actividad un menor crecimiento de las economías desarrolladas, se debía considerar la persistencia de la abrupta caída que se estaba observando en los precios de los *commodities*.

En cuanto a la reducción coordinada de tasas de política realizada por diversos bancos centrales el día previo a la reunión, se debatió respecto de la efectividad que tendría en las condiciones crediticias. Se advirtió que era difícil que la banca traspasara el relajo monetario al público en general, pues los *spreads* seguían siendo altos. De esta manera, se podía pensar que las menores tasas de política monetaria beneficiarían solo a la banca. Sin embargo, se contraargumentó que, en ausencia de tales medidas, talvez se habrían observado nuevas o mayores alzas en las tasas que aplica la banca a sus operaciones con terceros.

Respecto de los precios de los activos, se destacó que aun cuando la mayoría de los bancos de las principales economías presentaban importantes descensos en la cotización de sus acciones e incrementos significativos en la percepción sobre riesgo de ellos (medidas a través de los *credit default swaps*) las magnitudes eran diferentes. Se indicó que esto podía ser atribuido a las características del negocio de cada banco. Así, aquellos que se dedicaban a la banca tradicional, financiándose vía depósitos de clientes en vez de emisiones de bonos o papeles comerciales en el mercado monetario, resultaban menos castigados.

En el ámbito nacional, se discutió respecto de la volatilidad de los mercados financieros. Se señaló que, más allá de los abruptos movimientos en los precios de los activos financieros, no se debía perder de vista los montos involucrados en las transacciones. Sobre ello se acotó que, en particular, en la última semana, los mercados de renta fija presentaban volúmenes bastante bajos, pero que se habían ido normalizando en los días previos a la reunión, llegando incluso a ser catalogados de extraordinariamente elevados, lo que podía atribuirse a un “*flight to quality*” o “*flight to safety*” y ello debía ser considerado como una buena noticia. Se agregó, que no era descartable que detrás de eso estuviese el accionar de las AFP, debido a la aversión al riesgo de sus afiliados y su consecuente cambio entre fondos.

Respecto de las condiciones crediticias internas, se discutió sobre el impacto en las colocaciones del menor impulso monetario que se estaba dando producto del aumento que habían experimentado las tasas de interés en las semanas recientes. Se destacó que, más allá del movimiento de las tasas del mercado monetario y de renta fija, habían reaccionado aquellas de las operaciones de la banca con personas y empresas, fenómeno que no había ocurrido hasta ahora, aún cuando la TPM ya sumaba 200 puntos base de alza desde mayo. Se advirtió que la magnitud del ajuste era muy parecida a la anotada por las tasas *prime* y por las de los *swaps* promedio cámara. Se resaltó que si bien las tasas de captación habían subido de modo importante en las semanas recientes, esto parecía ser un fenómeno que venía de antes. Con todo, se recalcó que la volatilidad de estas variables era algo sin precedentes y, por tanto, lo importante era evaluar cuán desalineadas estaban las tasas respecto de lo que se debía esperar de sus patrones históricos.

Se acotó que para determinar si esto respondía a un endurecimiento del crédito se debía cotejar con algún grado de racionamiento de los préstamos, por ejemplo, observándose simultáneamente mayores exigencias de garantías por parte de la banca al momento de decidir otorgar el crédito. Se indicó que en el caso de las colocaciones hipotecarias las cifras de stock de fines de septiembre no mostraban mayores cambios, pues ellas reflejaban los registros de operaciones que se habían comprometido con anterioridad. Habitualmente los desfases entre el compromiso y el registro de estas operaciones era de aproximadamente cuatro meses. Así, de haber una desaceleración en el último período, seguramente se evidenciaría recién a partir de las cifras de diciembre.

También se señaló que no se podía descartar que los aumentos de las tasas de interés de colocación promedio estuviesen contenidos, por una mejora en el riesgo de la cartera de los bancos al empezar a dejar fuera del sistema a los clientes más riesgosos.

Se discutió que se debía distinguir entre las condiciones financieras y las condiciones monetarias, pues las primeras eran las que llegaban al público y una disociación entre ellas de la magnitud que se estaba dando no podía dejarse de lado en la evaluación de escenarios alternativos. Así el verdadero impulso monetario ya no se podía medir solo por el nivel de la TPM. De hecho, un ajuste significativo de las condiciones crediticias que perdurara en el tiempo traería aparejado sin lugar a dudas un costo en la actividad económica con sus consecuentes efectos desinflacionarios.

Finalmente, se señaló que actualmente se estaba bajo un escenario en que el riesgo de pérdida de confianza de los agentes cobraba especial relevancia, más aun cuando esto iba aparejado de un cambio masivo en su apetito por riesgo, que podía conducir a fuertes demandas por liquidez. Esto se reforzaba por la incertidumbre respecto de la duración y consecuencias finales de la crisis en curso.

2. Opciones

Dados los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria, se consideró que las opciones más plausibles eran incrementar la TPM en 25 puntos base o mantenerla en 8,25%.

Las principales consideraciones tras las opciones de política en esta ocasión eran tres: 1) la elevada probabilidad de materialización de un escenario alternativo de

mediano plazo con menor crecimiento global, menores precios de *commodities* y un peso más depreciado; 2) el grado de restrictividad actual y esperable de las condiciones financieras luego de los episodios de turbulencia internacional y local; 3) el diagnóstico respecto de la propagación y persistencia inflacionaria y del ritmo de expansión de la actividad en el corto plazo.

Con relación al primer punto, en las discusiones del IPoM se plantearon diversos escenarios alternativos. Uno de ellos coincidía de forma cercana con las perspectivas de crecimiento mundial y precios de *commodities* que se habían comenzado a visualizar con mayor probabilidad hacia delante. Aunque el escenario alternativo del IPoM contenía ya de por sí una depreciación del peso, la depreciación bilateral del peso con relación al dólar desde la última reunión había sido significativamente mayor, con las consecuentes implicancias inflacionarias de corto plazo.

Hacia el mediano plazo, en todo caso, en este escenario alternativo las tendencias desinflacionarias del escenario base del IPoM se verían reforzadas por el deteriorado escenario internacional. De acuerdo con las proyecciones presentadas para el escenario alternativo, estos argumentos por sí solos justificaban en el corto plazo una trayectoria para la TPM algo por debajo de la contenida en el IPoM, pero bastante inferior a plazos más largos.

Con respecto al segundo punto, se debían considerar diversos aspectos. Por el lado del financiamiento externo, se apreciaba un mayor costo y restrictividad para el endeudamiento bancario y, probablemente, no bancario. La estrechez de liquidez en dólares había aumentado el costo de financiamiento local en dólares, mientras también habían subido las tasas de captación y colocación en pesos y en UF. En cierta forma, un ajuste hacia un sesgo más restrictivo de las condiciones financieras era esperable, dado que, hasta hace algunas semanas, el aumento de 200 puntos base en la TPM no había generado cambios importantes en las tasas activas de la banca o en el ritmo de expansión de los agregados monetarios.

Era relevante, por tanto, evaluar en qué medida las condiciones financieras actuales y su evolución previsible a futuro excedían de manera relevante lo que cabía esperar dado el ajuste de política monetaria ya implementado. Los antecedentes internos discutidos sugerían que las tasas de colocación en pesos habían subido bastante más de lo que se hubiera esperado, mientras que las en UF estaban alineadas con patrones históricos. Así, en su conjunto no se podía descartar que la restrictividad de las condiciones financieras estuviera siendo mayor que la considerada al elaborar el IPoM, dada la instancia monetaria.

Finalmente, respecto de la evolución de corto plazo de la economía, las cifras recientes de actividad e inflación no modificaban por sí mismas de manera

significativa el panorama para el cuarto trimestre. Esto incluía una moderación en el ritmo de expansión de la actividad distinta de recursos naturales y también una leve reducción de las medidas de inflación subyacente, aspectos que se observaban en la información coyuntural.

En lo concreto, una decisión de mantener la TPM en su nivel actual y no realizar ajustes adicionales en los próximos meses era congruente con un cambio bastante intenso de la estrategia de política monetaria seguida hasta ese entonces para el corto plazo. En el otro extremo, un alza de 50 puntos base, al ser equivalente a los cambios de la TPM realizados con anterioridad, podría sugerir que la estrategia de política monetaria seguía inalterada, requiriendo de un esfuerzo comunicacional dificultoso por lo que era de fácil descarte. En este sentido, un alza de 25 puntos base, o la mantención de la TPM con perspectivas de aumento futuro si la inflación no cedía según lo previsto, permitían dar la señal tanto de que se había realizado un cambio de estrategia de política monetaria como de que aún el problema inflacionario no había sido resuelto.

Existían otros aspectos comunicacionales y tácticos que eran particularmente relevantes y difíciles de evaluar con precisión. Por un lado, la reducción coordinada de tasas de política realizada por parte de diversos bancos centrales, frente a la severa inestabilidad financiera que enfrentaban, contrastaba con un entorno financieramente mucho más estable en Chile. Un cambio fuerte en la estrategia de política monetaria podía indicar que el Banco Central de Chile estaba más preocupado de lo que había señalado respecto de la situación financiera local. A su vez, mantener la TPM a la espera de mayor información tanto respecto de la restrictividad de las condiciones financieras locales e internacionales como del desenvolvimiento de la economía mundial hacia el 2009 tenía valor. Por otro lado, un cambio fuerte de la estrategia podía leerse como una menor preocupación por la inflación, aun cuando las expectativas y perspectivas coyunturales eran todavía complejas. Pero realizar un cambio en la estrategia de política monetaria era clave para dar cuenta de la conciencia que se tenía respecto de la gravedad de la situación internacional.

En esta ocasión, el balance entre ambas opciones, un aumento de 25 puntos base o una mantención, dependía de cómo se ponderaran los antecedentes comunicacionales anteriores. El mercado, antes de los eventos del día previo a la reunión, estaba ligeramente inclinado hacia un aumento de 25 puntos base, mientras que luego de dichos eventos el balance se había desplazado hacia opiniones más sesgadas a una mantención.

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 coincidieron en que la principal noticia del mes eran las dificultades por las que atravesaba la economía mundial. Al mismo tiempo, todos los Consejeros coincidieron que dada la dinámica de los acontecimientos no era posible determinar, por ahora, cuál era el nuevo escenario externo que se enfrentaba, pero que este sería más adverso que el presentado en el IPoM de septiembre.

Todos los Consejeros destacaron que internamente el principal impacto de la crisis en las economías desarrolladas se había observado en las variables financieras, en particular en la depreciación del peso y las restricciones de crédito y liquidez que se daban en algunos segmentos del mercado. Un Consejero agregó que, a su juicio, las condiciones financieras enfrentadas por hogares y empresas se habían deteriorado significativamente. Otro Consejero destacó que la crisis financiera internacional y las reverberaciones observadas en Chile hasta ahora, no debían evaluarse como un ajuste normal. Ello, porque habían características de racionamiento en el acceso al crédito que eran anormales en el mundo desarrollado y que correspondía monitorear eventuales señales al respecto en el mercado chileno.

Todos los Consejeros destacaron el deterioro en el panorama de inflación de corto plazo, en particular por la abrupta y significativa depreciación del peso. Al mismo tiempo, coincidieron en que, por el contrario, los cambios en el escenario macroeconómico probablemente reducirían las presiones inflacionarias de mediano plazo, favoreciendo la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. Destacaron que ello había sido ya en parte recogido por las expectativas de inflación que se habían ajustado a la baja para el mediano plazo.

Otro Consejero agregó que le parecía claro que, pese a la incertidumbre que persistía en torno a la crisis financiera internacional, sus efectos reales iban a contribuir a la tarea de enfriar la economía y generar las holguras necesarias para garantizar la convergencia de la inflación a 3%. Un Consejero opinó que, dado el alto nivel de la inflación, no se podía hacer descansar su convergencia a la meta en la estrechez de créditos y/o la menor actividad mundial. Otro Consejero señaló que, más allá de los cambios en el escenario base del IPoM, a su juicio seguía siendo válido que se requeriría de una economía más bien fría, es decir una brecha de producto moderadamente negativa, para retornar a una trayectoria de los precios coherente con la meta de 3% en un horizonte de dos años.

Algunos Consejeros indicaron que el conjunto de información disponible hacía pensar que la mayor parte de los cambios en el escenario base respecto de lo previsto en el IPoM corresponderían a *shocks* que impactarían la demanda agregada. Uno de estos Consejeros agregó que solo la depreciación del peso tenía además un componente de *shock* de oferta relevante, en tanto tuviera impacto sobre los precios internos. Otro de estos Consejeros indicó que no era posible descartar que se sumaran *shocks* de oferta que quitaran presión a la inflación.

Respecto de las razones que podrían inclinar la decisión entre las opciones de política monetaria presentadas, todos los Consejeros coincidieron en que dado el alto nivel de incertidumbre sobre los desarrollos del escenario macroeconómico la opción de mantener tenía un valor especial.

Un Consejero señaló que la opción de mantener la TPM permitía evaluar los acontecimientos y delinear con mayor precisión el escenario que se enfrentaba y, junto con ello, evaluar la orientación de la política monetaria hacia delante. Agregó este Consejero que optar por una pausa tendría, además, el beneficio de contribuir a fortalecer la confianza en un mercado que mostraba signos de estrés por los acontecimientos mundiales. Ello, indicó, era clave para que los necesarios ajustes al interior del sistema financiero tuvieran lugar con normalidad.

Un Consejero indicó que la opción de mantener la TPM tenía sentido en la medida que las dificultades en las condiciones de liquidez en el mercado interno no se resolvieran rápidamente, con lo cual al *shock* de demanda externo se podría sumar uno de demanda interna de carácter endógeno. El riesgo de esta opción era que podía ser percibida como un debilitamiento de la convicción antiinflacionaria del Banco para privilegiar otros objetivos. Otro Consejero indicó que, en su opinión, la alternativa de mantener la TPM conllevaba un riesgo de credibilidad importante, simplemente porque era difícil que las circunstancias futuras hicieran más fácil la decisión de subir la TPM, aun cuando esto se requiriera. Indicó este Consejero que de haber una nueva sorpresa inflacionaria se debería ajustar la TPM, con el consiguiente riesgo de aparecer reaccionando tarde. Añadió, que este riesgo era especialmente serio en un contexto donde la inflación en el corto plazo sería alta. Este mismo Consejero agregó que en su opinión el elemento central a tener en consideración era qué señal daba más tranquilidad a los mercados y la banca respecto de la disponibilidad del Banco Central a lograr la estabilidad en el sistema financiero, sin sacrificar el control de la inflación.

Un Consejero indicó que en situaciones de mucha incertidumbre, es clave atenerse al marco institucional definido y basar la decisión de política monetaria en los escenarios de inflación en el horizonte de dos años. Agregó este Consejero

que, por lo mismo, creía que era un error esperar a que los *shocks* de demanda negativos manifestaran sus efectos en la inflación para reaccionar. Ello, porque este tipo de perturbaciones tenían un rezago más largo que aquellas de oferta, las que normalmente tenían implicancias más rápidas sobre la inflación observada. Por lo mismo, agregó este Consejero, reaccionar rápido frente a *shocks* de oferta y lento frente a *shocks* de demanda iba en contra de la intuición, en contra de la teoría y también iba en contra de la evidencia de lo que era coherente con el esquema de metas de inflación. Así, este Consejero indicó que la decisión de política monetaria debía ser coherente con determinar el nivel de la TPM que llevaría a la inflación a la meta de 3% en un plazo de dos años, considerando que el mecanismo de transmisión era el generar una brecha de producto moderadamente negativa. Agregó este Consejero que, aun con imperfecciones, los posibles escenarios alternativos, conjugando un panorama de menor crecimiento mundial con la restrictividad observada en las condiciones crediticias relevantes para la demanda agregada, tendían a mostrar que, en esta oportunidad, un aumento de la TPM era innecesario para el logro del objetivo inflacionario. Finalizó este Consejero, indicando que, a este panorama y el grado de incertidumbre mayor que el habitual, se sumaba la evaluación de cuál era el costo de equivocarse en la decisión. En esta ocasión, agregó, a su juicio los riesgos eran menores manteniendo la tasa que aumentándola.

Un Consejero indicó que aumentar la TPM en esta reunión le daría al Banco la capacidad de no ajustar la TPM en el futuro. Argumentó que era posible que los desarrollos recientes en los mercados internacionales y los ajustes observados en el mercado de crédito interno contribuyeran a una desaceleración importante de la actividad. En ese contexto, agregó, no se podía descartar que la política monetaria tuviera que cumplir un rol anticíclico relevante en el mediano plazo y que la capacidad para cumplirlo sería mucho mayor y mucho más efectiva si la tarea antiinflacionaria estaba bien encausada, lo que era especialmente cierto en un contexto en que la trayectoria de la inflación en el corto plazo sería mayor que la antes prevista. Asimismo, añadió que en el mediano plazo, si las altas proyecciones de inflación en los próximos trimestres se daban en un contexto de fuerte desaceleración de la economía, la credibilidad de la respuesta de política monetaria sería mayor y por lo tanto la reacción mucho más efectiva.

Un Consejero agregó que aumentar la TPM reafirmaría las credenciales antiinflacionarias del Banco y no agravaría mayormente la restricción crediticia interna. Añadió este Consejero que un aumento de la TPM permitiría asegurar una rápida convergencia de las expectativas de inflación a la meta y tendría la ventaja de que con expectativas ancladas la política monetaria podía transformarse en una poderosa herramienta anticíclica de cara al 2009. Agregó que, sin embargo, existían dos elementos que complicaban el diagnóstico. En

primer lugar, que la crisis global podía agudizarse aún más. En segundo término, que sus efectos internos en el plano financiero estaban introduciendo un grado de ajuste adicional al que podría desprenderse de la trayectoria reciente de la TPM.

Un Consejero señaló que un incremento de 25 puntos base podría tener algún fundamento considerando que el panorama inflacionario no estaba completamente despejado y que podría haber un aumento de la inflación en el corto plazo como resultado de la depreciación del peso. Agregó este Consejero que, sin embargo, la crisis externa estaba en pleno desarrollo y las condiciones financieras podían seguir deteriorándose. Por ello, resultaba extremadamente difícil tanto perfilar la orientación de la política monetaria hacia delante como determinar cuál era el mensaje que quería transmitirse al aumentar la TPM. Además, indicó este Consejero, se asumiría el riesgo de tener que revertir esta decisión en los próximos meses si las condiciones seguían empeorando.

Un Consejero opinó que era cierto que un alza de la TPM daría una señal adicional de que el compromiso inflacionario del Banco era irrenunciable. Sin embargo, añadió, las alzas de la TPM de los últimos meses habían agregado credibilidad a la política monetaria y era difícil que se argumentara que el Banco había abandonado la meta de inflación, en particular porque las expectativas inflacionarias habían caído como consecuencia de la situación mundial.

Un Consejero indicó que, en su opinión, no habían conflictos importantes entre la política antiinflacionaria y la evolución de la actividad, por cuanto los *shocks* serían genuinamente de demanda, o de reducción de costos, con lo cual la política monetaria debería seguir una conducta anticíclica. Esto, puntualizó este Consejero, partiendo de una situación de una muy elevada inflación y con un escenario base que contemplaba un endurecimiento de la política monetaria. Agregó que, con todo, una complicación del actual escenario era la evolución del tipo de cambio, la que podía dificultar la absorción de caídas de la inflación externa, pero que, al mismo tiempo, aún era muy prematuro para concluir sobre tendencias más duraderas en un ambiente muy incierto.

Un Consejero indicó que un aumento de la TPM, aunque fuese moderado, aparecería como contradictorio con acciones de inyección de liquidez u otras similares que podían ser necesarias. Otro Consejero señaló que la dinámica del sistema financiero internacional, el estrés en algunos segmentos del mercado monetario local, y la volatilidad observada en los precios de los activos constituían elementos que no debían ser dejados de lado. En especial, porque la decisión de política monetaria también era una señal de cómo el Banco veía la situación. Por ello, ciertos grados de desconcierto que se observaban en el mercado financiero

interno debían ser atendidos con la máxima preocupación, y con las políticas adecuadas, indicando que el Banco debía recalcar que había estado, estaba y estaría en condiciones y disposición de entregar la liquidez necesaria para el buen funcionamiento del sistema financiero. En su opinión, independientemente de lo que se concluyera sobre la política monetaria, la decisión sobre la TPM no debía ser mezclada con la decisión de provisión de liquidez, aunque en algunos momentos la línea divisoria entre ambas fuera tenue. Añadió que el costo al cual se proveyera la liquidez en pesos tendría su contrapartida en la evolución del tipo de cambio y, por lo tanto, en el costo de obtener la liquidez en dólares. Otro Consejero indicó que manejar la liquidez de corto plazo no era enteramente incoherente con manejar la TPM para controlar la inflación, pero que un alza de la TPM al mismo tiempo que se tomaban medidas para proveer liquidez no dejaba de ser algo conflictivo. Más aun, agregó este Consejero, que a su juicio la TPM sí tenía efectos sobre la estructura de tasas y podría afectar más la liquidez de corto plazo. Incluso, indicó, si se pensara que su efecto es nulo, no le parecía lo más aconsejable usar instrumentos inefectivos.

Varios Consejeros agregaron que la opción de subir la TPM en 25 puntos base tenía un riesgo comunicacional, en el sentido que podría ser percibida como un reflejo de un Banco Central ausente que, pese a haber sido activo en aliviar las tensiones de liquidez, no había aquilatado plenamente los riesgos que la crisis suponía para el sector real y por tanto la inflación en el mediano plazo. Uno de estos Consejeros señaló que la decisión de política monetaria debía ponderar el efecto que tendría sobre la confianza del público el manejar adecuadamente la economía en un escenario de turbulencias como el de ese entonces. Debido a que ese momento era el de mayor tensión desde que se había desatado la crisis, este Consejero opinó que generar dicha confianza era fundamental para dar una señal de tranquilidad a los mercados y fortalecer la propia credibilidad de las políticas del Banco.

Respecto del sesgo futuro de la política monetaria, algunos Consejeros indicaron que en las circunstancias actuales les parecía razonable pensar, aunque fuera prematuro para asegurarlo, que la trayectoria de la TPM implícita en el escenario base del IPoM de septiembre debería sufrir ajustes y que, por lo tanto, a juicio de uno de estos Consejeros dicho escenario había quedado atrás. Otro Consejero indicó que aun considerando escenarios de mediano plazo alternativos al del IPoM de septiembre, podría ser necesario aumentar la TPM por lo que estaba claro que la tarea antiinflacionaria del Banco Central no había concluido, pese a la crisis. Por ello, añadió que, si a partir de la información disponible se evaluaba una normalización de las condiciones financieras internas en las próximas semanas, el curso de acción más probable de la política monetaria sería, a su juicio, un alza de la TPM. Un Consejero señaló que, en su opinión, no era claro que la menor

demanda externa y la contracción del crédito interno fueran suficientes para lograr la convergencia de la inflación, por lo que la mantención de la TPM solo era una pausa para evaluar con mayor claridad los acontecimientos mundiales y reevaluar el escenario base del IPoM. Otro Consejero indicó que mantener la TPM equivalía a postergar la decisión de política monetaria por un tiempo, mientras el panorama se aclaraba. Sin embargo, añadió este Consejero, que no le parecía razonable repetir el sesgo de las reuniones anteriores, puesto que era difícil determinar cuál era el escenario más probable. En particular, porque el escenario del IPoM, en el que lo más probable era que subiera la TPM, tenía bajas opciones de materializarse. Agregó este Consejero que, en su opinión, era posible que las actuales tensiones de liquidez internas, a consecuencia de lo que ocurría en el mundo, pudieran por sí solas generar una desaceleración coherente con la convergencia de la inflación a la meta, sin necesidad de recurrir a una reducción del impulso monetario como la estimada un mes atrás.

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%.