

Reunión de Política Monetaria

ENERO 2009

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°133 celebrada el 8 de enero de 2009

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 Brañas.

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 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 Subrogante, don Pablo Pincheira Brown; 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

En esta ocasión los antecedentes presentados corresponden a los incluidos en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de enero. Además, como novedades desde la reunión anterior se consideró que, en el ámbito internacional, a pesar de que se habían continuando disipando las tensiones en los mercados interbancarios, las turbulencias y la volatilidad seguían presentes y las primas por riesgo crediticio no mostraban cambios significativos. Las perspectivas de

mercado para el crecimiento global se habían vuelto a corregir a la baja. Ello, porque en diversos países, desarrollados y emergentes, se dieron muy negativas cifras de producción industrial de noviembre y caídas en las expectativas de los agentes respecto de la evolución futura de la economía. Los precios de los productos básicos habían tenido vaivenes importantes en el mes, aunque su nivel seguía siendo claramente menor al de hace unos meses.

Localmente, los mercados monetarios habían continuado funcionando bien, incluso con caídas significativas de los *spreads*, revelando una situación de liquidez normal. De hecho, las facilidades de provisión de liquidez en dólares ofrecidas por el Banco no habían sido utilizadas. El peso se había fortalecido. Las condiciones crediticias internas y externas seguían siendo estrechas.

Las cifras de actividad y demanda interna habían revelado un escenario macroeconómico de corto plazo claramente peor que el previsto en la Actualización de Proyecciones de noviembre, principalmente por las caídas en la producción industrial, las ventas y otros indicadores del comercio durante noviembre. Aunque la información preliminar para diciembre sugería que este debilitamiento no se habría acentuado, la reversión prevista para el primer trimestre de este año no alcanzaba a compensar el efecto en holguras. El Gobierno había anunciado un número de medidas fiscales de magnitud sustancial, de carácter transitorio, que deberían incidir positivamente en el nivel de actividad del 2009.

La inflación de noviembre fue muy negativa, bastante más de lo esperado, lo que no solo se vinculó al precio de los combustibles. Las medidas de expectativas de inflación volvieron a caer de manera significativa, ubicándose la expectativa a doce meses de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) en 3,5% y las compensaciones inflacionarias a plazos de uno a dos años por debajo de 3%. El mercado anticipaba para esta reunión una reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) de entre 50 y 100 puntos base.

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió respecto de la normalización de las tensiones en los mercados desarrollados. Se señaló que, por un lado, los problemas de liquidez de los mercados monetarios parecían haberse aliviado. Sin embargo, se contraargumentó que aún cuando se percibía una reducción de la volatilidad, su alza había sido de tal magnitud que aún no retornaba a niveles considerados normales y, de hecho, sus actuales valores eran similares a los de otros episodios de máxima tensión del pasado. Por otro lado, se indicó que los problemas de crédito persistían, con *spreads* de riesgo que seguían altos, especialmente en operaciones de largo plazo. En todo caso, se destacó que había otros signos que permitían afirmar

que se estaba frente a una normalización de los mercados en EE.UU., entre ellos el fuerte aumento de las colocaciones de bonos corporativos, de alta calidad, y la recuperación que se estaba observando en los precios de las hipotecas. Esto último, atribuido a la intervención de la Reserva Federal en este mercado, a través de la compra de estos instrumentos. Con todo, se indicó que antes de aseverar que se estaba en presencia de una normalización mayor, no se debía olvidar que esto podía ser solo la etapa siguiente después de los cambios de portafolio observados.

Se destacó que, en todo caso el alivio de los mercados coincidía con un deterioro adicional de los datos del sector real. Se agregó que, la economía de EE.UU. todavía presentaba desequilibrios fundamentales que no se habían corregido y, por lo tanto, no era descartable que se siguieran sintiendo réplicas de la crisis financiera. Se acotó que, la salida de estos desequilibrios podía ser a través de fuertes ajustes en las tasas de interés o en el tipo de cambio, dependiendo de la percepción que hubiese sobre la capacidad de pago o incumplimientos de los gobiernos. Coherente con esto, se indicó que había una clara reacción de las tasas de interés a plazos más largos, significativamente mayor a la de las de corto plazo. Esto era congruente con una visión de mayor riesgo de crédito que no se materializa en dos años, pero sí a períodos más largos. Lo que explicaba el empinamiento de la curva de tasas de la economía estadounidense.

Con todo, se agregó que después de una normalización de los mercados lo más razonable era esperar una recuperación de la actividad. Sin embargo, para que ello ocurriera en esta oportunidad, se requería además del restablecimiento de la confianza de los agentes. Se indicó también, que parte de ello debía ir de la mano de la recuperación del mercado del crédito en el mundo, cuya demora podía estar obedeciendo a las restricciones de capital de la industria bancaria que debía absorber la demanda de fondos que antes se canalizaba a través de mercados más riesgosos.

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 de 75 o 100 puntos base.

El principal antecedente para esta reunión era la configuración de escenarios base y escenarios de riesgo discutidos para la preparación del IPoM de enero. Varios aspectos destacaban de estas discusiones. La actualización del escenario

base, previa a la divulgación de las medidas fiscales, sugería que la ampliación de holguras durante los próximos dos años era muy significativa, en especial por el aumento de ellas que se habría observado en el último trimestre del 2008, reduciendo de manera muy importante la inflación subyacente hacia fines del horizonte de proyección. La reacción de política monetaria en este escenario, de acuerdo con los patrones habituales de persistencia supuestos, era insuficiente para hacer retornar la inflación a la meta en el horizonte de política a pesar de acumular una relajación sustancial durante veinticuatro meses. La incorporación del paquete fiscal en este escenario de riesgo evitaba una ampliación adicional y brusca de las holguras de capacidad durante el 2009. De todos modos, incluso considerando la reacción de política monetaria de acuerdo con los patrones habituales de persistencia, la inflación se estabilizaba en torno a 2% a fines del horizonte de proyección. Los puntos anteriores sugerían que, en el escenario base, se requería de una acción de política monetaria más agresiva que lo habitual en el corto plazo, de forma de generar el suficiente estímulo monetario para evitar que la inflación se ubicara por debajo de 3% hacia fines del 2010. Los ejercicios presentados en las discusiones del IPoM sugerían, en el escenario base, una relajación sustancial de la TPM en el corto plazo, que la llevara a niveles por debajo de lo que anticipaba el mercado en los próximos meses en los días previos a la Reunión. En este entorno, la inflación se ubicaba algo por encima de 3% hacia fines de este año y el PIB crecería entre 2 y 3%.

A partir de estos antecedentes, se consideraba que las opciones más plausibles eran aquellas que permitían un ajuste monetario considerable en lo inmediato. Por de pronto, este criterio llevaba a descartar una baja de 25 puntos base. Una reducción de 50 puntos base, que se viera seguida por 50 puntos base en cada reunión hasta junio, podría ser insuficiente dadas las consideraciones anteriores.

Dejando por ahora de lado la consideración de escenarios alternativos, el escenario base entonces sugería que en esta reunión las opciones centrales más plausibles de considerar, y que estaban dentro de lo esperado por el mercado, eran una reducción de 75 o de 100 puntos base.

Por supuesto, y como era habitual, la probabilidad que se materializara exactamente lo que se consideraba en el escenario base era muy reducida, en particular en un entorno de elevada volatilidad e incertidumbre. Los ajustes a la baja en las perspectivas de corto plazo locales y globales de crecimiento e inflación habían sido muy sustanciales, y de repetirse hacia el primer trimestre de este año, perfectamente podían hacer que las holguras de capacidad siguieran ampliándose, llevando el crecimiento y la inflación para el 2009 bastante por debajo del escenario base. Ello, sugeriría un nivel para la TPM significativamente por debajo de una instancia neutral en el muy corto plazo.

Por otro lado, el entorno financiero internacional podía normalizarse y el crédito destrabarse muy rápido, empujando al alza el crecimiento mundial, los precios de los productos básicos y la inflación, amortiguando los efectos negativos que se habían visto sobre el sector real en Chile pero también evitando una desinflación pronunciada. El efecto de la política fiscal podía ser mayor o menor al supuesto, debido a la incertidumbre sobre cómo reaccionará el sector privado a las mayores transferencias y reducciones impositivas. El canal de transmisión de la política monetaria estaba friccionado, lo que sugería ajustes más grandes.

Los vaivenes de las paridades internacionales, la aún elevada incertidumbre financiera global y las naturales dudas respecto de cómo absorbería el mercado la combinación de cambios abruptos en la política monetaria, la política fiscal y su financiamiento, introducirían probablemente grados importantes de volatilidad en el tipo de cambio. Por último, la interpretación que se hacía de la información que los datos de diciembre habían entregado sobre el ritmo de desinflación de la tendencia de los precios podía ser equívoca, en cualquier dirección, sobre todo si se consideraba que a partir de enero la medición del IPC se realizaría con la nueva canasta.

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

Desde el punto de vista comunicacional y táctico, una reducción de 75 o 100 puntos base probablemente no sería muy sorpresiva, indicando que las presiones inflacionarias estaban reduciéndose. Un ajuste de 50 puntos base señalaría que a pesar de las reducidas expectativas privadas de inflación el Consejo percibía que aún quedaba camino por recorrer para reducir la inflación actual a 3%. Un ajuste mayor a 100 puntos base, al estar fuera de las perspectivas del sector privado, señalaría o que el escenario base del IPoM era muy distinto al considerado por el mercado en términos de inflación y crecimiento o que existían riesgos relevantes que se materializara un escenario peor que el base.

Al igual que en otras ocasiones, la inclusión de un sesgo era un elemento central de la comunicación de la política monetaria. Como se había mencionado, el escenario base sugería fuertemente la inclusión de un sesgo en el caso de optar por alguna de las opciones centrales (75 o 100 puntos base). Opciones más extremas, en términos de una reducción más abrupta que 100 puntos base,

debilitaban naturalmente la necesidad de incluir un sesgo por un argumento de continuidad. Una reducción de 50 puntos base, en el escenario base, requeriría incluir un sesgo que apuntara a reducciones más agresivas en el corto plazo, lo que podía ser difícil de comunicar. En todo caso, en el IPoM se podían entregar con mayor claridad antecedentes respecto del nivel objetivo para la TPM y los riesgos asociados.

Una reducción de 75 o 100 puntos base —y, en menor medida de 50 puntos base— probablemente no sorprendería mucho al mercado. Una reducción mayor podía motivar controversia y confusión respecto de la forma de conducción de la política monetaria si no se precisaba al mismo tiempo el nivel objetivo para la TPM y los plazos en que este se quería alcanzar.

3. Decisión de política monetaria

Los Consejeros consideraron un conjunto amplio de antecedentes en su decisión, incluidos los contenidos en la preparación del Informe de Política Monetaria de enero del 2009 y los citados al comienzo de esta minuta. Todos los Consejeros coincidieron en que la evidencia acumulada sobre la economía internacional, los datos de actividad interna, las perspectivas de inflación a corto y mediano plazo, así como los movimientos en las expectativas de inflación, confirmaban un escenario donde se requería un cambio en la Tasa de Política Monetaria. Varios Consejeros destacaron que, pese a la normalización de las primas de liquidez en los principales mercados externos, las primas de riesgo de créditos continuaban anormalmente elevadas y las perspectivas de crecimiento mundial seguían corrigiéndose a la baja. Varios Consejeros resaltaron que se mantenían los bajos precios de los productos básicos, lo que había contribuido de manera decisiva a la reducción de la inflación.

Todos los Consejeros destacaron que los datos de la economía chilena daban señales evidentes de los efectos de la crisis externa, ampliándose las holguras de capacidad proyectadas. Un Consejero llamó la atención de que los mercados monetarios nacionales habían vuelto a funcionar con relativa normalidad, pero se había instalado una percepción de un mayor riesgo de crédito, debido a la evolución esperada para la actividad y el empleo. Por ello, agregó este Consejero, las condiciones crediticias permanecían estrechas y los márgenes de crédito se mantenían muy por sobre los prevalecientes hasta agosto pasado. Todo ello, concluyó este Consejero, anticipaba un cierto ajuste financiero interno. Varios Consejeros destacaron que el Gobierno había anunciado medidas fiscales muy

contundentes que contribuirían a sostener el crecimiento del 2009, evitando una ampliación indeseada de holguras. Un Consejero indicó que el escenario base contemplaba los efectos sobre el crecimiento de la política fiscal, por lo que dada la posición cíclica de la economía y las perspectivas de corto plazo, estos no debieran hacer cambiar la dirección e intensidad de la rebaja de tasas de aquella contemplada en las semanas pasadas.

Un Consejero señaló que la inflación seguía alta y el dato de diciembre reflejaba principalmente una rebaja de combustibles, tanto por su efecto directo como a través del ítem de transporte. Por ello, a su juicio, aún era temprano para sacar conclusiones respecto de un cambio significativo en la tendencia subyacente, lo mismo que para darle total crédito a la hipótesis de que el riesgo de inflación había desaparecido.

Un Consejero añadió que, aunque el peso se había apreciado desde la reunión anterior, continuaba desalineado respecto de sus fundamentos de largo plazo. Agregó que se debían considerar dos fenómenos. El primero, era que, a su juicio, el dólar estaba sobreapreciado a nivel mundial y, por lo tanto, el alto nivel del tipo de cambio chileno reflejaba en parte un fenómeno que no era necesariamente solo local. En segundo lugar, se debía tener en cuenta que la información dada a conocer respecto del plan de emisión de deuda que coordinó el Ministerio de Hacienda con el Banco Central significaba que, probablemente, el Fisco debía financiar parte de los gastos en pesos con programas de ventas de moneda extranjera. Agregó que, si bien el monto de este financiamiento era significativo, implicaría a su juicio un efecto mes a mes inferior al provocado por el programa de acumulación de reservas del Banco Central del año pasado. Por ello, si se pudiera adelantar una conclusión, esta sería que, si algo, se provocaría una presión para que el desalineamiento cambiario de ese momento no se profundizara.

Respecto de la decisión de dar inicio a un ciclo de relajamiento monetario, un Consejero indicó que se había consolidado una marcada menor proyección de inflación para los próximos trimestres, lo que constituía la principal justificación para iniciar una rebaja de tasas de interés. Agregó que las menores expectativas de inflación habían producido un ajuste al alza en las tasas de interés reales que no era congruente con el escenario macroeconómico que se enfrentaba. Añadió que la rebaja de la TPM debía ser importante, de manera de asegurar que no se generara un ajuste excesivo en la economía chilena que fuera incoherente con sus fundamentales y que provocara una caída indeseada de la inflación. Agregó que, al mismo tiempo, la rebaja debía ser equilibrada y sostenible, lo que requería claridad sobre la convergencia de la inflación en los próximos trimestres y evitar señales muy cambiantes que terminaran introduciendo ruido.

Un Consejero indicó que el endurecimiento en las condiciones financieras enfrentadas por las empresas y los hogares, el deterioro de las expectativas de los agentes económicos, la fuerte desaceleración de la actividad y el ajuste de las expectativas de inflación eran tendencias que se habían consolidado en el último tiempo y que conducían a recomendar inequívocamente una acción de política decidida. Por ello, prosiguió, el espacio para proceder a un ajuste sustancial se había generado. El margen entre la tasa enfrentada por los clientes bancarios y la TPM se había ampliado en varios puntos porcentuales, mientras las expectativas de inflación a un año plazo se habían reducido en más de dos puntos porcentuales. Por ello, en su opinión, la TPM había adquirido de forma endógena un sello contractivo muy superior al que se había considerado bajo otras circunstancias. Este desajuste en el nivel de la TPM debía ser corregido con prontitud para facilitar el ajuste real y financiero que inevitablemente tendría lugar.

Un Consejero indicó que el nivel que había alcanzado la TPM era coherente con escenarios previos donde se daban varios factores: primero, que las expectativas de inflación estaban desalineadas respecto de la meta en los horizontes de mediano y corto plazo, no así en los de largo plazo; segundo, que hubo un aumento en los efectos de segunda vuelta de las presiones inflacionarias durante el 2008; y tercero, que para poder converger a la meta de inflación el Banco consideraba importante tener una política monetaria con una instancia contractiva y, por lo tanto, una TPM que estuviera claramente por sobre el nivel de una tasa de interés considerada neutral, cualquiera fuera la forma como esta se midiera. A su juicio, todas estas consideraciones habían cambiado bruscamente, en particular que todos los indicadores de expectativas de inflación estaban claramente alineados con la meta y que la reducción de la demanda interna ya observada hacía prever un escenario de holguras de capacidad que no debería ser provocado por la política monetaria.

Un Consejero señaló que dado el contexto de menores presiones inflacionarias y mayor debilidad económica que se percibía, se reafirmaba el escenario de una convergencia de la inflación a la meta en un contexto de una política monetaria más relajada. Agregó que la relajación de la política monetaria debiera acotar la ampliación de las holguras de capacidad y permitir que la inflación se redujera hacia la meta en el horizonte de política.

Un Consejero señaló que considerando que los riesgos apuntaban claramente en un sentido negativo, el costo de reaccionar con mucha lentitud se había elevado significativamente y contribuían a inclinar la balanza a favor de una acción de política decidida. Añadió que se podía discutir la magnitud del ajuste requerido y su dosificación en el tiempo, pero lo importante era que este primer

recorte fuera una señal clara y contundente al mercado, teniendo en cuenta ciertos límites para la decisión: la prudencia, las expectativas del mercado, y la coherencia con lo dicho y hecho con anterioridad. Finalizó, indicando que una reacción de política monetaria como la propuesta complementaría muy bien las medidas ya anunciadas por parte del Gobierno. A su juicio, la percepción de una buena coordinación entre las autoridades económicas era clave para reducir la incertidumbre e inyectar una dosis de confianza a los agentes económicos.

Un Consejero indicó que, con la información disponible hasta ese momento, los riesgos para la actividad y la inflación estaban claramente sesgados a la baja. Ello, agregó, le llevaba a tener una preferencia por la alternativa de reducir la TPM en 100 puntos base, en lugar de 75 puntos base, por cuanto el riesgo de equivocarse era menor con la primera alternativa. Además, añadió, una reacción menor significaría dejar pendiente un ajuste más significativo para reuniones futuras, con el riesgo de que, de no darse el escenario base, dicho ajuste debería ser mayor aún. A su juicio, la opción de reducir la TPM en 75 puntos base sería la más apropiada si existiera en el mercado una preocupación acerca de la capacidad del Banco Central para conducir a la inflación de vuelta a la meta en el horizonte de 24 meses. Agregó que, aunque después de diecisiete meses con tasas de inflación por encima del rango de tolerancia esa preocupación era legítima, no parecía razonable a la luz de las actuales circunstancias.

Un Consejero indicó que la caída de las expectativas de inflación y crecimiento sugerían que el ciclo de relajamiento monetario debía iniciarse con una rapidez mayor que la habitual. Por lo tanto, era razonable avanzar con cambios de tasas significativos, que por un lado permitieran ir monitoreando cuidadosamente la evolución de la economía, pero que también fueran ajustándose a la velocidad con la que ocurrían los eventos y la revisión de las proyecciones. Esto, añadió, se reafirmaba con el hecho de que el panorama era extremadamente incierto, y ante la ocurrencia de un deterioro adicional del escenario internacional, el Banco podía encontrarse con capacidades limitadas de mitigar sus efectos. De hecho, prosiguió, sería mucho más fácil cambiar el curso de la política ante un escenario que, aunque muy improbable, proveyera un impulso positivo a la actividad, que tener que apurar el relajamiento ante un deterioro mayor y que nos encontrara con condiciones financieras más apretadas. Por lo tanto, en virtud de una adecuada ponderación de los riesgos, se debería iniciar este proceso de relajación con ritmos de reducción de tasas importantes.

Un Consejero indicó que, a su juicio, el punto relevante respecto de la decisión era qué tanta persistencia debía dársele a esta respecto tanto del nivel del que venía la TPM como del nivel al que llegaría. En su opinión, se debía pasar con rapidez a una instancia monetaria expansiva, desde una instancia monetaria

que en ese momento era contractiva. Sin embargo, agregó, la velocidad a la cual se hiciera este cambio debía ser relativamente fácil de explicar, pero al mismo tiempo fácil de modificar en caso de que los escenarios fuesen distintos de los previstos. Indicó también este Consejero, que se debía considerar que la actual crisis financiera internacional podía tener nuevos hitos —como el reventón de la burbuja inmobiliaria y la quiebra de *Lehman Brothers*— porque, a su juicio, los desequilibrios globales que se acumularon por más de una década se habían corregido solo parcialmente. Agregó que el riesgo de estos nuevos hitos era significativo y tendrían impacto en la economía chilena. Por ello, aunque en el escenario base no se preveían nuevos cataclismos externos, los riesgos de la economía internacional eran aún amplios y la decisión de política monetaria podía y debía ser audaz en lo que correspondía a la economía interna, pero sin amplificar los riesgos frente a nuevos *shocks* externos.

Un Consejero señaló que en la decisión se debían sopesar varios riesgos. Por un lado, el ajuste del gasto y la actividad podría ser mayor al previsto y/o los efectos del programa de estímulo fiscal menores que lo estimado. A su juicio, este escenario tenía algún grado de validez, lo que le hacía favorecer un ajuste más agresivo de la TPM, para evitar una caída de la inflación significativamente por debajo del 3% en el mediano plazo. Por otro lado, la caída en la inflación que se proyectaba era muy fuerte y, en su opinión, podía ser más lenta. Agregó que esto último no afectaba necesariamente la decisión de esa reunión, pero si determinaba la trayectoria y velocidad del ajuste de la TPM que debía comunicarse al mercado. En ese sentido, rebajar la TPM en 75 puntos base era preferible. Agregó que, desde un punto de vista comunicacional, lo fundamental era generar una señal de confianza. En este caso, confianza que el Banco Central estaba consciente del ajuste macro que tenía lugar, y que estaba tomando las decisiones adecuadas sin comprometer su objetivo fundamental. Una reducción de 75 o 100 puntos base, añadió, satisfacían este requisito y aunque una rebaja de 100 puntos base tenía riesgos, eran riesgos que valía la pena tomar.

Un Consejero descartó la opción de un ajuste de 50 puntos base puesto que podía aparecer como timorato. Al mismo tiempo, descartó un cambio mayor a 100 puntos base por el riesgo de ser leído como el reflejo de un panorama significativamente peor que el detallado en la Actualización de Proyecciones de noviembre, en circunstancias que, en términos gruesos, el panorama no parecía ser tan distinto —salvo cambios en composiciones— y, por lo tanto, sería leído como un mensaje confuso.

Respecto de los movimientos futuros de la TPM, un Consejero indicó que la conclusión lógica y obvia del escenario actual era que una reducción fuerte de la TPM debía ser seguida de otras reducciones fuertes. Sin embargo, añadió, ello

era solo una hipótesis, no un compromiso. Agregó que la decisión habría que tomarla en cada oportunidad dependiendo de la información que se tuviera en ese momento, especialmente en las condiciones actuales donde los escenarios cambiaban con mucha rapidez. Otro Consejero indicó que, tal como lo sugerían las proyecciones del IPoM, la tasa de política monetaria debiera descender algo por debajo de lo que se puede considerar como tasa neutral y que se debería partir deshaciendo en el corto plazo los 200 puntos base de alza de tasas de mediados del año pasado.

Un Consejero agregó que la TPM debía ajustarse de manera rápida, durante el curso del primer semestre, a una instancia algo por debajo de la neutral. No obstante, a su juicio, no había certeza de que este nivel debía ser alcanzado durante el primer trimestre del año. Por lo mismo, añadió que la decisión de esta reunión era una corrección discreta sobre la TPM para acercarla a un nivel más coherente con el requerido dado el ciclo económico y las perspectivas de inflación, en un lapso de tiempo menor al normal dado el cambio abrupto en el escenario. Añadió que, en su opinión, la credibilidad del Banco Central permitía un ajuste de este tipo. Sin embargo, prosiguió, esto no debe ser entendido como un anticipo de futuros ajustes de similar magnitud, que dependerán de la trayectoria esperada para la inflación y la trayectoria de la actividad. A su juicio, la agudeza de la decisión de esta reunión no permitía concluir que se requirieran ajustes similares en los próximos meses. Esto, añadió, era importante de señalar para evitar que el mercado proyectara mucha persistencia en una decisión como esta, y terminara interpretando el accionar del Banco como errático.

Un Consejero indicó que se podía argumentar que un recorte de 100 puntos base es por sí solo una señal suficientemente clara en el sentido que el Banco Central seguía atentamente los acontecimientos y estaba presto a reaccionar a las nuevas condiciones. Pero, añadió, también se podía sostener la conveniencia de comunicar que esta rebaja era solo una parte del total requerido y por tanto que se debían esperar movimientos significativos en los próximos meses. Finalizó, indicando que la publicación del IPoM permitiría dar señales más específicas al respecto.

4. Acuerdo

El Consejo acordó con los votos del Presidente señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Desormeaux y los Consejeros señores Marfán, Marshall y Claro disminuir la tasa de interés de política monetaria en 100 puntos base, ubicándola en 7,25%.