

Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2009

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°135 celebrada el 12 de febrero de 2009

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 la Ministra de Hacienda Subrogante, señora Maria Olivia Recart.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali; el Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo; el Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matias Bernier Bórquez; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos; el Gerente de Estabilidad Financiera Subrogante, doña Carla Valdivia Urioste; el Gerente de Investigación Económica Subrogante, don Pablo Pincheira Brown; la Asesora del Ministro de Hacienda, doña Olga Fuentes Contreras; la Economista Senior, doña Erika Arraño González y el Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

El escenario negativo de riesgos para el crecimiento mundial descrito en el Informe de Política Monetaria (IPoM) se comenzaba a materializar en el último mes, con correcciones a la baja en las proyecciones. Destacaba que, a las menores proyecciones en las economías desarrolladas se habían sumado disminuciones significativas en las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. Estas modificaciones respondían a las cifras efectivas de actividad mundial del cuarto trimestre del 2008, menores a las previstas, donde sobresalía un importante descenso de la producción industrial en prácticamente todas las economías. En China, la actividad del último trimestre del 2008 había aumentado 6,8% anual, el ritmo de crecimiento más débil en siete años. En EE.UU., la actividad del último cuarto del 2008 se había contraído 3,8% trimestral anualizado, mostrando una

fuerte caída de la inversión privada y, por segundo trimestre consecutivo, un descenso del consumo privado —no visto en los últimos quince años—. Ahora se esperaba, para el trimestre en curso, la mayor contracción de este ciclo recesivo, debido a importantes ajustes en los inventarios de las empresas, considerando la alta pérdida de riqueza inmobiliaria y financiera y la masiva destrucción de empleos. En Japón, las perspectivas apuntaban a una severa recesión, ante la contracción del gasto de hogares, el exceso de inversión en capital en los años anteriores y la continua apreciación del yen, que se preveía seguiría afectando al ya deteriorado sector externo. Para este año, se preveía un crecimiento mundial de 0,5% (siete décimas menor al considerado en el escenario base del IPoM de enero), principalmente por reducciones en América Latina, Asia emergente y Japón. La actividad de los socios comerciales se ajustaba en igual magnitud, esperándose ahora una contracción. Para el 2010, se seguía anticipando una recuperación, pero en general menor a lo que se preveía en enero.

En la mayoría de las economías los indicadores de confianza se mantenían en niveles mínimos y las condiciones crediticias seguían restrictivas, pese a las acciones de los bancos centrales y a que los gobiernos continuaban anunciando paquetes de estímulo fiscal. Las mayores holguras de capacidad previstas y la caída en las cifras de inflación efectiva permitían prever una disminución significativa de las presiones inflacionarias a nivel mundial. En este contexto, los bancos centrales de diversas economías habían continuado recortando sus tasas de política monetaria en magnitudes considerables, y se esperaban bajas adicionales durante el año, incluso en aquellas economías donde quedaba reducido espacio para nuevos recortes.

Las condiciones financieras en los mercados desarrollados no mostraban cambios significativos desde la última reunión. Los premios por liquidez en los mercados interbancarios estaban estables. La Reserva Federal, para asegurar la liquidez en dólares, había extendido el plazo para las líneas *swaps* que mantenía con otros trece bancos centrales. En las economías desarrolladas, las tasas de interés de largo plazo habían aumentado tras el anuncio del importante incremento de emisiones por parte de la Reserva Federal para financiar el déficit fiscal. Así, en EE.UU. la tasa de interés del bono de gobierno a 10 años había aumentado en algo menos de 50 puntos base. En la Zona Euro y Japón los incrementos eran menores, entre 5 y 20 puntos base. Desde la última reunión, aunque con vaivenes, los premios por riesgo se habían mantenido altos y los índices accionarios descendían ante los malos resultados de empresas financieras y el rescate, por segunda vez, del *Bank of America* y del *Royal Bank of Scotland*. El dólar continuaba apreciándose en los mercados internacionales respecto de la mayoría de las monedas, excepto frente al yen. En particular, respecto de las paridades de economías de Europa emergente el dólar se había apreciado marcadamente. Ello por la falta de dólares

en esos mercados, tras el repentino corte en los flujos de capitales debido al alto endeudamiento de la banca local.

Los precios de las materias primas mostraban, en general, caídas en el mes, respondiendo a perspectivas de menor crecimiento mundial. El petróleo WTI caía algo menos de 10% en el período, cotizándose al cierre de esta minuta en valores en torno a US\$40 el barril. El precio del cobre, con alta volatilidad, aumentaba algo más de 5% desde la reunión anterior. Los precios de granos retrocedían en torno a 7%, destacando la caída del precio del arroz de algo menos de 14%.

La economía chilena no era la excepción en cuanto al deterioro de la actividad, condiciones crediticias más estrechas y disminución de la inflación. Los antecedentes de actividad a diciembre confirmaban el panorama de desaceleración. El Imacec había tenido una variación anual de 0,5% —por debajo de las proyecciones de mercado—. Con ello el crecimiento promedio del último trimestre del 2008 había sido 1,1% (considerando el promedio de los Imacec publicados), cerrando el año con una variación anual de 3,4%. En este magro desempeño de la actividad incidía, a diferencia de los trimestres anteriores, la evolución de los sectores distintos de recursos naturales, lo que era coherente con el deterioro de los indicadores parciales de consumo e inversión en igual período. En efecto, la mayoría de los indicadores parciales de consumo habían disminuido en diciembre, entre ellos las ventas de bienes de consumo y de supermercados. Asimismo, el volumen de las importaciones de bienes de consumo del cuarto trimestre y los datos parciales de enero arrojaban una contracción en torno a 20%. Este fenómeno no se observaba desde el 2002. El debilitamiento del consumo se hacía más notorio en el componente durable, donde indicadores como las ventas de automóviles nuevos mostraban descensos relevantes de sus niveles, con variaciones anuales que caían abruptamente desde un promedio de 9,8% en el tercer trimestre del 2008 a -29,4% en el último cuarto del año. A su vez, los indicadores de inversión también daban signos de desaceleración. Por un lado, el volumen de importaciones de bienes de capital del cuarto trimestre del 2008 y de tres semanas de enero caía considerablemente (en el último mes la tasa de variación anual era negativa, algo que no ocurría desde comienzos del 2007). Por otro, los datos disponibles a diciembre de ventas de viviendas nuevas seguían mostrando una pérdida de dinamismo del sector inmobiliario, tanto en el Gran Santiago como a nivel nacional. Asimismo, la revisión del catastro de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital de enero corregía a la baja el nivel de inversión en construcción y obras de ingeniería previsto para este año, por la suspensión de proyectos mineros e inmobiliarios. Sin embargo, para el bienio 2010-2011 se esperaban mejores

perspectivas, especialmente en proyectos mineros, energéticos y puertos. Con todo, tanto las expectativas de los consumidores (medidas a través del IPEC) como de los empresarios (que se extraen del IMCE), aunque con un leve repunte, seguían en la zona pesimista (por debajo del valor 50).

Las cifras del mercado laboral informadas por el INE comenzaban a dar cuenta del cambio en el escenario macroeconómico. El empleo crecía a tasas inferiores a las de los meses previos, con una variación anual bajo 3% en el trimestre móvil finalizado en diciembre y una caída neta de empleos a nivel mensual, por segundo mes consecutivo (13.000 puestos de trabajo en términos desestacionalizados). El menor dinamismo del empleo se replicaba en sus componentes asalariado y cuenta propia. La fuerza de trabajo también experimentaba un menor dinamismo, con variaciones anuales bajo 3%, luego de un año por sobre este valor. En este contexto, si bien la tasa de desempleo original se mantenía inalterada en los últimos tres meses, descontada estacionalidad subía a 8,2% anual (7,8% el trimestre móvil previo). Los registros de la Universidad de Chile para el Gran Santiago mostraban un aumento más pronunciado de la tasa de desempleo que el que se obtenía del INE para la Región Metropolitana, pasando en el primer caso desde 7,7% en septiembre a 9,7% en diciembre y desde 7,3 a 7,7% en el segundo caso.

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central, en pesos y en UF, caían en concordancia con expectativas de una menor Tasa de Política Monetaria (TPM) luego de su reducción de 100 puntos base en enero y las cifras recientes de actividad e inflación. Desde la reunión anterior, acumulaban descensos de entre 50 y 150 puntos base. Pese a lo anterior, las condiciones crediticias siguen estrechas. La encuesta sobre Créditos Bancarios del Banco Central revelaba condiciones más restrictivas de aprobación de créditos de las instituciones bancarias en todos los segmentos del crédito, proceso que se venía observando desde fines del 2007. Esto se atribuía, principalmente, al deterioro del entorno económico y sus perspectivas, a una percepción menos favorable del riesgo de crédito de los clientes y a condiciones de tasas de interés menos atractivas en el caso de los préstamos a personas. Producto de lo anterior, por un lado, habían aumentado los *spreads* sobre el costo de fondos, el premio exigido a los créditos más riesgosos y los requerimientos de garantías, por otro, habían disminuido el monto y los plazos de las operaciones. La percepción respecto de la demanda por crédito también aparecía debilitada, salvo en el segmento de grandes empresas. Esto último se estimaba respondería a mayores necesidades de capital de trabajo y a la necesidad de estos clientes de sustituir otras fuentes de financiamiento.

Las diferentes medidas de *spread* de las tasas de colocación, si bien retrocedían en enero, seguían en niveles por sobre los observados hasta el tercer trimestre del 2008 (algo por sobre 600 puntos base versus niveles en torno a 400 puntos base hasta septiembre pasado). Las tasas de interés promedio de los créditos de consumo seguían aumentando, pasando desde 37,2% en diciembre a 39,6% en enero, mientras que las de los créditos comerciales descendían a 14,2% en enero, luego de promediar 15,6% el último trimestre del 2008. En todo caso, si se consideraba el promedio de los primeros días de febrero, las tasas de los créditos de consumo habían descendido cerca de 300 puntos base y las de los comerciales casi 100. En términos de stock de colocaciones nominales, se observaba una desaceleración de todas las categorías de crédito. Destacaba el uso de fuentes alternativas de financiamiento por parte de las grandes empresas, que solo en enero habían emitido algo más de UF25 millones a plazos entre 5 y 21 años. Este monto era inusual para los meses de verano y representaba algo más de 30% de lo colocado en todo el 2008. En la trayectoria de los agregados monetarios se apreciaba una desaceleración similar a la de las colocaciones, particularmente, en enero el M1 registraba la menor variación anual desde fines del 2005 (5,9%).

Respecto de la inflación, en enero, primer mes con la aplicación de la nueva canasta, la variación mensual de todas las medidas de inflación había sido negativa. La del IPC -0,8%, la del IPCX -0,2% y la del IPCX1 -0,4%. En el caso del IPC, este había sido el tercer mes con variaciones negativas y había estado determinada principalmente por la caída del precio de los combustibles y del vestuario (este último con una incidencia de -0,5 puntos porcentuales en el IPC). La caída de vestuario explicaba, además, el descenso de las medidas subyacentes. El fenómeno del ítem vestuario se debía, en parte, a un cambio metodológico. La inflación mensual había sido menor que lo esperado por la generalidad del mercado. En términos anuales, todas las medidas mostraban un descenso ubicándose entre 6,3% (la del IPC) y 8,0% (la del IPCX).

Por el lado de los costos, las diferentes medidas de salarios registraban un aumento importante en diciembre, lo que sumado al descenso de la inflación en igual mes llevaba a variaciones positivas de los salarios reales. El tipo de cambio peso/dólar, en tanto, se había apreciado desde la última reunión. Al cierre de esta minuta el dólar se cotizaba por debajo de \$610, equivalente a una disminución de algo más de 3% respecto de enero. Esta trayectoria del peso había sido diferente a la de otras monedas de economías emergentes. Así, mientras bilateralmente el peso se apreciaba algo más de 3%, las comparaciones multilaterales daban cuenta de apreciaciones de entre 4 y 5%. En tanto, el tipo de cambio real (TCR) había disminuido en enero, situándose en 103,5 en su medida 1986=100.

En el corto plazo, se esperaban variaciones mensuales reducidas de la inflación, con excepción de la de marzo que por estacionalidad era habitualmente alta. Con esto, y en línea con lo previsto en el IPoM de enero, la inflación anual seguiría en niveles elevados durante el primer trimestre, descendiendo rápidamente hacia 3% a mediados de año. Este escenario era coherente con el que se desprendía de la evolución de las distintas medidas de expectativas de inflación. Las compensaciones inflacionarias —extraídas de las *swaps*— seguían con la trayectoria descendente de algunos meses atrás, especialmente las de mayor plazo (3 en 2 y 5 en 5) que había caído cerca de 60 puntos base desde la reunión anterior, ubicándose en 3,3 y 3,5%, respectivamente, al cierre de esta minuta. Las compensaciones de menor plazo (1 en 1) se mantenían bajo 3%. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) también anticipaba menores inflaciones que hace un mes, a un año pasaba de 3,5 a 3,0% y a dos años se mantenía en 3%. A diciembre de este año la corrección era algo mayor, desde 3,5 a 2,8%. En cuanto a las expectativas que se extraían de la encuesta IPEC, el porcentaje de personas que respondían que la inflación subirá “mucho” continuaba retrocediendo, alcanzando niveles levemente bajo 50% de acuerdo con la información de enero. Las expectativas que se extraían del IMCE caían desde 6,0% en diciembre a 4,5% en enero.

En términos de política monetaria, las expectativas de un escenario tanto de menores presiones inflacionarias como de crecimiento habían seguido desplazando a la baja la trayectoria esperada de la TPM. Estos movimientos fueron especialmente significativos, tanto después de la publicación del IPoM de enero, como tras conocerse el dato de actividad de diciembre e inflación de enero. Para esta reunión, el mercado apostaba por una reducción de entre 100 y 150 puntos base. De acuerdo con la curva *forward*, se anticipaba una reducción de algo más de 100 puntos base, con una TPM que alcanzaría a 4% durante el segundo trimestre de este año. Las tasas *swap*, en tanto, tenían implícito un recorte de entre 150 y 175 puntos base de aquí a abril y una TPM del orden de 4% a comienzos del 2010 (cerca de 200 puntos base menos que lo anticipado en enero). Conforme con la EEE, los encuestados anticipaban una TPM de 6,25% en febrero, esto es, un recorte de 100 puntos base para este mes, y un descenso hasta 4% a fines de este año (150 puntos base por debajo de lo esperado según la encuesta de enero).

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió respecto de la rápida desaceleración del crecimiento mundial, en particular el de las economías de Asia emergente y de los socios comerciales del país, y sobre cuál sería su impacto en las perspectivas para la actividad nacional. Se indicó que parte de las menores expectativas de crecimiento de Asia emergente

obedecían a la caída de la demanda mundial de exportaciones chinas y que, por transitividad de intermediación comercial, esto arrastraba al resto de las economías de la región. Se señaló que esto podría tener también efecto en las exportaciones de Chile hacia esta área económica. Sin embargo, se acotó que el gobierno de China estaba tomando medidas para impulsar su demanda interna, por ejemplo, acelerando planes de infraestructura que requerían de materias primas, entre ellas cobre. Por ello, parte de las exportaciones chilenas se mantendrían sólidas al ser para consumo final de China y no solo para consumo intermedio.

Se indicó que no podía descartarse que la mayor vulnerabilidad de las economías asiáticas se replicara en América Latina. Se resaltó que las economías de esta región eran muy diversas en términos de necesidades de dependencia externa para el financiamiento de sus programas de apoyo fiscal. Asimismo, se destacó la diferencia entre los grados de libertad que disponen para flexibilizar sus políticas macroeconómicas y darle impulsos a sus demandas internas. Especialmente, se distinguían aquellas con superávit o con altos niveles de reservas.

Se resaltó que, luego de que en el último trimestre del 2008 el principal foco de preocupación era el tema financiero, en el trimestre en curso los mercados interbancarios operaban con normalidad y las medidas de apoyo financiero de corto plazo estaban funcionando. Sin embargo, en este mismo ámbito persistían los problemas de acceso al crédito, que parecían más bien asociados a la desconfianza de los mercados respecto de cómo se resolvería la crisis y cuán largo sería el período necesario para el restablecimiento del sistema bancario y, por tanto, la reactivación del crédito. Ello, pese a los anuncios fiscales de magnitudes inéditas de una serie de economías. Se acotó que, en general, las cifras de actividad efectiva global disponibles hasta el momento, no parecían reflejar del todo la crisis de confianza que se había instalado a nivel mundial.

Se discutió respecto de la reciente apreciación del peso. Se argumentó que existían varias razones, entre ellas la repatriación de capitales por parte de los inversionistas institucionales, la entrada de flujos reales a través del canal corporativo y, más recientemente, la correlación con otras monedas de la región, en particular el real que exhibía una trayectoria similar. Asimismo, se señaló el financiamiento del paquete de estímulo fiscal anunciado por el Gobierno a comienzos de año y el posible realineamiento del tipo de cambio real a sus determinantes de largo plazo.

Se discutió respecto de la baja de los *spread* de las tasas de interés de colocación respecto de diversas tasas de captación. Se indicó que se debía ser cuidadoso con la interpretación de este movimiento, pues, por un lado, parte del ajuste estaba ocurriendo por el lado de las cantidades prestadas lo que era coherente

con que, de acuerdo con la banca, las condiciones crediticias seguían restrictivas. Por otro lado, se acotó que se estaban observando tasas de interés promedio ponderado por lo que su lectura debía considerar la composición de ellas en términos de categoría de riesgo de los clientes y montos prestados.

2. Opciones

Dados los antecedentes acumulados desde la última reunión, el Consejo consideró como opciones más plausibles para esta ocasión reducciones de la TPM de 100, 200 o 300 puntos base. Se consideró una reducción de 100 puntos base pues era similar a la realizada el mes pasado y concentraba varias expectativas del mercado (en particular de la EEE). Se consideraban como opciones ajustes bastante mayores a 100 puntos base, pues los riesgos de que se materializara un escenario peor y más desinflacionario que el escenario base eran elevados. Una reducción de 300 puntos base adelantaría un trimestre la llegada de la TPM a un nivel similar al que se consideraba como punto bajo del ciclo en el escenario base del IPoM.

Los principales antecedentes considerados para la reunión fueron: i) el plan de relajamiento monetario implícito en el IPoM; ii) la consideración de los diversos escenarios de riesgo y sus implicancias; y iii) las expectativas privadas. En primer lugar, el escenario base del IPoM consideraba un proceso de relajamiento monetario hasta un nivel de la TPM por debajo de lo que esperaba el mercado en ese momento (que estaba entre 4 y 5% para el segundo trimestre). Desde un punto de vista meramente operacional, desde su nivel de 7,25% se podían considerar diversos caminos para implementar el proceso de relajamiento monetario. Por ejemplo, dada la periodicidad mensual de las reuniones, se podía tomar como una trayectoria plausible una secuencia de varias reducciones sucesivas del orden de 100 puntos base, lo que requería un sesgo explícito, o en un extremo opuesto una reducción del orden de 300 puntos base en esta reunión sin sesgo. Un camino intermedio era una reducción de 150-250 puntos base en esta reunión con sesgo.

En segundo lugar, el escenario internacional se había tornado mucho más negativo, con una corrección en el crecimiento mundial esperado para el 2009 de más de medio punto porcentual, mientras internamente también se aprecian menores cifras de actividad en el cuarto trimestre del 2008 y el primero del 2009, a lo que se debía agregar la caída adicional de las expectativas de inflación. Tomando mecánicamente las evaluaciones coyunturales se podía inferir un nivel objetivo para la TPM por debajo de lo considerado en el escenario base del IPoM.

De hecho, esto mismo resultaba de los escenarios alternativos discutidos en el IPoM, evaluándose que, de repetirse ajustes hacia mayores holguras, se podría requerir un nivel de la TPM significativamente por debajo de una instancia neutral en el muy corto plazo.

En tercer lugar, las expectativas privadas ya estaban incorporando un escenario de menores presiones inflacionarias y mayores holguras. La trayectoria de la TPM que se deducía de la curva *forward* indicaba reducciones sustanciales en el corto plazo, hasta una TPM promedio de 3,0-3,5% en agosto. Esto denotaba que el mensaje principal del IPoM había sido internalizado por el mercado, que este había digerido las noticias recientes en la dirección que sugerían los escenarios de riesgo del IPoM, y todo esto en un contexto en que los anuncios de política fiscal y su financiamiento no habían introducido grados importantes de volatilidad en los precios de los activos financieros.

Existían aún riesgos en términos del efecto de la política fiscal, el que podía ser mayor o menor al supuesto, debido a la incertidumbre sobre cómo reaccionará el sector privado a las mayores transferencias y reducciones impositivas. Por otro lado, el último dato de inflación debía interpretarse con cuidado, debido a la significativa incidencia, en torno a medio punto porcentual, del cambio metodológico en el tratamiento estacional del vestuario.

Desde el punto de vista comunicacional y táctico, una reducción de entre 100 y 200 puntos base no sería muy sorpresiva, indicando una implementación del plan de reducción de TPM dentro de lo señalado y de lo esperado por el mercado. Una reducción de entre 200 y 300 puntos base sería, en ese sentido, más sorpresiva. Un ajuste de la TPM más agresivo podría indicar un escenario bastante distinto del contemplado en el IPoM, lo que en estas circunstancias podría afectar la confianza si se interpretara dicha medida como que el escenario considerado internamente es peor que el consenso del mercado. Por otro lado, un ajuste agresivo en esta reunión permitía precaver la eventualidad de que se siguiera deteriorando el panorama en los próximos meses, lo que forzaría a ajustes más agresivos aún en los meses venideros.

Otro aspecto comunicacional relevante era que las decisiones sobre la TPM influían en el grado de agresividad esperado de sus movimientos futuros. Era indudable que en esta coyuntura se seguía en una situación excepcional que requería acciones inusualmente fuertes. Era importante, entonces, que mientras mayor fuera la intensidad del movimiento, también se pudiera informar que esta no era una norma indefinida hacia delante, sino que respondía a ajustes bruscos hacia niveles más apropiados para la coyuntura actual y sus riesgos.

Por tanto, al igual que en otras ocasiones, la inclusión de un sesgo era un elemento central de la comunicación de la política monetaria. Dados los antecedentes anteriores, en particular los referidos a las expectativas de hacia dónde iba la TPM en escenarios de riesgo que se veían como más probables, era razonable la inclusión de un sesgo nítido en el caso de optar por una reducción de entre 100 y 200 puntos base. Una reducción más abrupta debilitaba la necesidad de incluir un sesgo. El caso extremo de una reducción de 300 puntos base requería, por ejemplo, de una señal del nivel que se quería alcanzar para la TPM en el corto plazo, lo que podía realizarse mediante una comparación con los niveles implícitos en las expectativas privadas o la trayectoria contenida en el IPoM.

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 información de las últimas semanas llevaba a revisar el diagnóstico del IPoM de enero, por cuanto se estaría materializando el escenario de riesgos negativo que en materia de actividad se señaló. Por ello, resultaba necesario revisar la trayectoria de la TPM que se consideró en enero. Todos los Consejeros destacaron el severo deterioro del escenario internacional, con un clima de recesión que se estaba manifestando con fuerza en las economías emergentes. Un Consejero destacó que, a su juicio, la profundidad de la crisis se había acentuado por la débil situación patrimonial de la banca internacional y por la creciente desconfianza de los agentes en la capacidad de las autoridades de los países desarrollados para atacar los problemas con soluciones contundentes de fondo y duraderas. Agregó que esto último era especialmente relevante para la efectividad de los programas de rescate a la banca y también en la discusión acerca de su sostenibilidad en algunos países desarrollados. Un Consejero llamó la atención del impacto de los malos resultados contables de los principales bancos comerciales de Estados Unidos, que habían sido muy por debajo de lo esperado. Con ello, agregó, se debilitó el respaldo de capital de esos bancos, generando una percepción de mayor vulnerabilidad respecto de la solvencia de los bancos más tradicionales o, lo que es equivalente, elevando la percepción respecto del volumen de recursos públicos necesarios para sanear el sistema financiero de Estados Unidos. Este mismo Consejero, indicó que, a su juicio, los mecanismos de transmisión de una crisis financiera externa y de recesión global hacia la economía chilena, se darían por cierto a través de expectativas de escenarios más negativos, pero con efectos mayores a través de la cuenta corriente de la balanza de pagos que de la cuenta financiera. Esto, dada la fortaleza de la economía nacional en este último plano. Por ello, concluyó este

Consejero, el peor escenario de crecimiento global era una mala noticia para las perspectivas de crecimiento interno. Un Consejero destacó que los precios de las materias primas habían vuelto a caer, con algunas excepciones como el cobre, lo que unido a la drástica caída en los niveles de actividad había consolidado un cambio en el panorama inflacionario mundial y abierto la posibilidad de ajustes monetarios significativos en las economías emergentes.

Todos los Consejeros coincidieron en que los datos internos daban cuenta de la consolidación de un escenario de fuerte desaceleración de la demanda interna, significativo menor dinamismo en la actividad y menores presiones inflacionarias de mediano plazo. Todos los Consejeros destacaron que los datos de actividad habían estado por debajo de lo esperado, lo que indicaba un debilitamiento en este ámbito y una mayor ampliación de las holguras de capacidad. Algunos Consejeros agregaron que este severo ajuste solo podía representar una reacción endógena frente a un importante ajuste de expectativas de parte de los consumidores e inversionistas. Uno de estos Consejeros indicó que ello era especialmente cierto si se tenía en cuenta que en Chile no se observaba un estrangulamiento crediticio, que su sistema financiero estaba sano y bien capitalizado, y que el país tenía mecanismos para aislar a la economía de las fluctuaciones del precio del cobre.

Todos los Consejeros destacaron que ante este escenario se habían corregido a la baja tanto las propias proyecciones como las expectativas privadas de inflación. Varios Consejeros indicaron que, si bien el registro de inflación de enero era muy bajo, debía ser tomado en su justa dimensión, especialmente por el efecto del cambio metodológico en el cálculo del IPC. Ello, agregaron, si bien no modificaba las perspectivas de rápida caída de la inflación en el mediano plazo, sí contribuía a poner en perspectiva un dato altamente sorpresivo. Uno de estos Consejeros agregó que la convergencia de la inflación hacia la meta estaría ocurriendo de manera rápida, situándose en el rango de 2 a 4% a mediados de este año, y tomando en cuenta la volatilidad de los registros del año pasado, podía incluso pasar algunos meses en la parte inferior del rango. Indicó, además, que el reciente fortalecimiento del peso contribuiría a consolidar esta proyección, mientras que la ampliación de holguras debería agregar mayores presiones a la caída de la inflación. Otro Consejero agregó que la apreciación y estabilidad del peso respecto del dólar y otras monedas constituían una noticia importante y, en su opinión, de favorable lectura. Esto, porque podría estar reflejando una adecuada capacidad de financiar un déficit de cuenta corriente que permitiera un ajuste adecuado del gasto.

Varios Consejeros destacaron que las expectativas para la TPM se habían vuelto a corregir a la baja y con particular intensidad en lo más reciente.

Uno de estos Consejeros, destacó que en las últimas semanas las tasas de captación a distintos plazos habían caído de manera importante anticipando adecuadamente posibles movimientos de la TPM. Con ello, agregó, el costo de fondeo de los bancos, al menos en el mercado interno, también había tendido a caer de manera importante. A juicio de este Consejero, la caída en las tasas de colocaciones y la incorporación de perspectivas de tasas significativamente menores en los próximos trimestres, junto con una caída y consolidación de una menor inflación, era una muestra importante de credibilidad. Ello, a su juicio, facilitaba de manera fundamental el actuar de la política monetaria de ahora en adelante, puesto que el mercado había abierto el espacio para una política monetaria más expansiva.

Acerca de los factores que podían inclinar la decisión entre las opciones presentadas, varios Consejeros descartaron la opción de reducir la TPM en 100 puntos base. Un Consejero indicó que los escenarios de riesgo para la actividad y la inflación estaban sesgados a la baja, y por lo tanto una estrategia gradual no parecía aconsejable. Otro Consejero señaló que, pese al ajuste del mes pasado, la TPM estaba en un nivel muy alto, lo que quedaba en evidencia al calcular su nivel real. Ello, por cuanto la rápida y significativa reducción de las expectativas de inflación y el deterioro de las condiciones cíclicas habían impreso en la TPM un sello muy restrictivo, que no se concedía ni con la trayectoria de los últimos años ni con las condiciones cíclicas que se enfrentaban. Agregó que el panorama interno, con los datos disponibles, mostraba un deterioro mayor que el previsto, lo que aconsejaba contemplar acciones de política mucho más decididas que las incorporadas en las proyecciones previas. Además, indicó este Consejero, que, por un lado, los riesgos para el escenario base estaban claramente inclinados en un sentido negativo, lo que hacía recomendable anticipar ajustes ya descontados, y, por otro lado, cierto ajuste a las hojas de balance de las empresas y hogares era inevitable en esta circunstancia, por lo que una normalización más rápida del nivel de la TPM facilitaría dicho proceso. Por último, indicó, no se visualizaban restricciones o limitaciones macroeconómicas para actuar en esta línea. A su juicio, los fundamentos de la economía chilena permitían que la política monetaria acomodara tasas más bajas en esta fase del ciclo. Otro Consejero indicó que se había construido una sólida posición macroeconómica, que daba muchos grados de libertad para aplicar políticas contracíclicas, los que debían utilizarse. Agregó que, pese a que un movimiento de la TPM como los planteados en las opciones podría aparecer alto dado los estándares internacionales del último año, se debía tener en cuenta que, dado el desafío inflacionario de proporciones del último año, se estaba partiendo de una tasa bastante más alta que la del resto de los países. Por ello, en términos relativos, la reducción de la TPM no era excepcionalmente alta. Más aún, eran precisamente las proyecciones para la trayectoria de la inflación y las fortalezas

de la economía chilena las que permitían acelerar la rebaja de la TPM, algo que desafortunadamente otras economías emergentes no podían hacer.

Un Consejero señaló que las implicancias del cambio de escenario para la proyección de la brecha del PIB y de la inflación y, por ende, para las decisiones de política monetaria eran inequívocas. Por ello, el ritmo de reducir la TPM de a 100 puntos base en cada reunión, que se podría deducir del escenario base del IPoM de enero, había quedado atrás. Con los nuevos antecedentes, indicó este Consejero, el retorno de la inflación anual al centro del rango meta se adelantaría varios trimestres, incluso bajo un escenario conservador para el tipo de cambio. En este contexto, agregó, no tenía sentido mantener una instancia o impulso monetario contractivo como el entonces vigente, sino que debía tornarse francamente expansivo, logrando de paso un mayor alineamiento entre la tasa de interés chilena y las internacionales.

Un Consejero indicó que adelantar el proceso de reducción de la TPM debería acelerar su transmisión hacia las tasas de mercado. Las dificultades con que operaban los mercados financieros en sus arbitrajes y su transmisión a las tasas de colocación, podría llevar a pensar que en el margen algunas decisiones de gasto se posterguen mientras la TPM no llegue aún a su piso. Por ello, esperar que lo haga a fines de año podría limitar los efectos expansivos de la política monetaria. Agregó que, aunque era tradicionalmente crítico de este argumento, en particular cuando los mercados eran relativamente eficientes, el funcionamiento de los mercados financieros y la magnitud de los ajustes de tasa previstos no le permitían descartar este argumento con facilidad. Un Consejero señaló que las opciones propuestas de recortar la TPM en 200 o 300 puntos base tenían la ventaja de ser proactivas. Esto, en el sentido que, de darse un deterioro adicional de la economía, dejaban al Banco en condiciones de realizar oportunamente ajustes adicionales que permitieran garantizar la convergencia inflacionaria en el horizonte habitual de política. A su juicio, la opción de recortar la TPM en 200 puntos base tenía la ventaja de que sería menos sorpresiva para el mercado, y por lo tanto no tendría efectos significativos en los precios de los activos financieros y las expectativas de los agentes económicos. Asimismo, la opción de recortar la TPM en 300 puntos base tenía la ventaja de un ajuste más proactivo, pero que a la vez podría afectar los precios de los activos financieros y las expectativas de los agentes económicos en una dirección contraria a la deseada. Otro Consejero indicó que efectivamente se podía argumentar que una decisión de recortar la TPM en una magnitud importante sorprendería al mercado, que apuntaba a un recorte bastante inferior, y que ello podría generar cierto grado de incertidumbre y algunos costos. Sin embargo, agregó, era preciso reconocer que el mercado esperaba ajustes adicionales de la TPM en el curso de los próximos meses, de manera que un recorte como el sugerido debería ser asimilado con relativa rapidez.

Un Consejero indicó que la decisión sin duda tenía riesgos y estaba sujeta a algunos problemas. A su juicio, el principal problema era la señal que daba salirse de la práctica habitual y de lo que esperaba el mercado. Con todo, agregó, aunque algo de esto pudiera ocurrir, era difícil pensar que en el margen el efecto neto de la rebaja de la TPM fuera restrictivo y, por último, su efecto se debería mitigar con una buena comunicación. Además, señaló, al tomar esta decisión no se estaría más que reconociendo la realidad, es decir, indicando que la probabilidad de crecer entre 2 y 3% se había reducido drásticamente. Ello como la consecuencia natural de las menores perspectivas de crecimiento mundial, algo que ya se observa en las cifras disponibles del primer trimestre. Agregó este Consejero que, por otro lado, le parecía que una rebaja importante de la TPM daba una señal positiva, que era que la política monetaria era capaz de adelantarse, asumir liderazgo y prevenir los efectos de eventos más negativos. A futuro, de haber sobrereaccionado, la solución sería revertir el curso de la política monetaria, y si eso ocurría, sería positivo porque el escenario económico sería mejor que lo previsto. Por lo tanto, en su opinión, la reversión temprana del curso de la política monetaria no debería ser impedimento para actuar con decisión en esta oportunidad.

Un Consejero indicó que tras la decisión habían dos elementos claves. El primero, era entregar una señal al mercado de que la política monetaria se estaba moviendo hacia una instancia expansiva de manera rápida, dado el cambio brusco en las condiciones macroeconómicas y en las perspectivas de inflación. Este mensaje, en su opinión, era clave para generar un impacto rápido en el costo del crédito y cualquiera de las alternativas presentadas, con distintos matices, satisfacía este requerimiento en la medida que fuera acompañada de una comunicación clara. El segundo aspecto, era lograr un equilibrio entre una señal de compromiso y proactividad en la compleja situación actual y una señal de confianza evitando una reacción que podría ser mal interpretada. En su opinión, este argumento tenía validez porque la percepción de riesgo de los agentes, y por lo tanto la capacidad final de afectar el costo de crédito, dependía de cómo fuera percibida la decisión. Agregó que dado el escenario del IPoM, las nuevas cifras sugerían una situación más compleja y por lo tanto era necesario y conveniente apurar el ajuste de la política monetaria. Sin embargo, resultaba difícil pensar que un cambio muy fuerte e inesperado en la TPM no sería interpretado como un cambio muy drástico en la percepción de la situación económica por parte del Banco, lo que tenía un riesgo no despreciable de generar inquietudes y desconfianzas en el mercado. Por ello, indicó, un excesivo adelantamiento en la rebaja de la TPM tenía beneficios marginales en lograr una menor tasa de captación respecto de un escenario donde la tasa cayera algo más gradualmente y se enfatizara claramente el ajuste más probable en la TPM. En cambio, añadió, una decisión contundente, pero algo menos drástica, entregaba la misma señal de compromiso

y proactividad, generaba un impacto muy similar en las tasas de los papeles del Banco y permitía una mejor comunicación con el mercado.

Respecto del sesgo futuro de la TPM, un Consejero indicó que, dado que la convergencia de la inflación ocurría en un plazo breve y las holguras se ampliaban, un nivel razonable sería llevar la tasa de interés real de política monetaria a un nivel en torno a cero, cifra no muy distinta de la observada entre fines del 2002 y fines del 2004, período en el cual incluso estas tasas reales fueron negativas. Agregó que, a su juicio, si debiera decidirse entre los riesgos de una reducción menor o una mayor que la necesaria de la tasa, la adecuada evaluación de ellos haría optar por lo segundo. Ello, por cuanto esta decisión reduciría los riesgos de escenarios aún peores que los actuales. Por esto, en su opinión, la pregunta central era ¿a qué velocidad debería llegarse a una tasa más baja? A su juicio, esto debiera ocurrir con rapidez, dada la velocidad con que se recibían noticias negativas acerca de la economía mundial y su impacto sobre la economía chilena. Sin embargo, añadió, dadas las expectativas de mercado, el impacto que pudiera tener sobre las variables financieras y las señales confusas que pudiera dar sobre el diagnóstico de la economía, no le parecía recomendable realizar todo el ajuste de una sola vez, pero sí algo por sobre lo contemplado por las expectativas más altas del mercado. De hecho, en su opinión, se debiera anunciar al público que esto ocurriría en esta y en la siguiente reunión, de manera que la sorpresa al mercado fuese acotada. Hacer esto en un plazo mayor le parecía difícil de justificar.

Un Consejero señaló que la evaluación del cambio que había tenido lugar desde enero tanto en las brechas de capacidad como en las expectativas de inflación, llevaba a corregir los niveles objetivo para la TPM respecto de lo que se preveía en enero. Por ello, la decisión debía enmarcarse en este nuevo escenario base y buscar la forma de aproximarse de manera óptima a una menor TPM, a pesar de que persistían importantes grados de incertidumbre interna y externa.

4. Acuerdo

El Consejo acordó con los votos del Presidente señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Desormeaux y los Consejeros señores Marfán y Marshall reducir la tasa de interés de política monetaria en 250 puntos base, hasta 4,75% anual. El Consejero señor Claro manifestó su decisión de reducirla en 200 puntos base.