

Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2008

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°127 celebrada el 4 de septiembre 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 Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle; el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur 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 Subrogante, don José Manuel Garrido Bouzo; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander; el Gerente de Investigación Económica Interino, don Jorge Selaive Carrasco; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; los Economistas Senior, doña Erika Arraño González, doña Andrea Tokman Ramos y don Enrique Orellana Cifuentes; y el Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

En esta ocasión los antecedentes presentados corresponden a los incluidos en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre.

Además, como novedades desde la reunión anterior se consideró que, en lo externo, seguían las preocupaciones por la elevada inflación, mientras las perspectivas de crecimiento mundial se mantenían sin cambios relevantes

gracias al dinamismo de las economías emergentes. El crecimiento de EE.UU. en el segundo trimestre había sido mayor que lo previsto, pero no alteraba significativamente el panorama de bajo crecimiento hacia el mediano plazo en esa economía. Las cifras coyunturales en la Zona Euro y Japón confirmaban un crecimiento debilitado. Con ello, se seguían descartando cambios evidentes en las políticas monetarias de las economías desarrolladas en el corto plazo y el dólar había tendido a fortalecerse.

El precio del petróleo había caído de manera importante en los días previos a la reunión, pero los precios a futuro se mantenían más altos. El resto de los precios de los productos básicos mostraba algunas tendencias al alza. Los mercados financieros internacionales se han visto nuevamente tensionados, lo que ha afectado las valoraciones bursátiles y las primas por activos más riesgosos en diversos mercados.

Las cifras nacionales de actividad y demanda reafirmaban el panorama de un crecimiento para el año de entre 4 y 5%. El empleo había continuado creciendo a tasas elevadas. El peso no había mostrado tendencias evidentes después de la última reunión, oscilando entre \$510 y \$525.

La inflación de agosto había estado cerca de lo previsto, incluyendo las cifras de inflación subyacente. Los salarios nominales crecían a una tasa superior a la de meses anteriores.

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió respecto de las cifras de crecimiento mundial, destacándose que lo que el mercado esperaba en promedio para este año y el próximo era muy similar al promedio del período 2000-2005. Se indicó que esta evolución se atribuía fundamentalmente tanto a lo que se estaba observando en el crecimiento de las economías emergentes como a su mayor ponderación en el crecimiento mundial, especialmente China, que compensaban el menor dinamismo de las economías desarrolladas.

En el ámbito interno se discutió respecto de las razones para esperar una desaceleración del componente de inversión de la demanda en circunstancias que los incentivos de altos precios seguían operando en los sectores minero y energético. Asimismo, se comentó que cerca de un tercio de la inversión se concentraba en este tipo de proyectos, principalmente en construcción y obras de ingeniería. Se agregó que, dado el ajuste monetario que estaba llevando a cabo el Banco, era plausible esperar una desaceleración de la inversión en otros sectores económicos. Con todo, se señaló que el nivel de la inversión debería

mantenerse en los niveles vigentes y que, por tanto, para el 2009 se observaría una disminución de la tasa de crecimiento anual solo por efecto de la base de comparación.

Se discutió respecto del puzzle entre la evolución de los salarios, el empleo y la tasa de desempleo. Se destacó el aumento de la fuerza de trabajo, especialmente la femenina, y del empleo asalariado, lo que permitía explicar una caída en la productividad medida, ya que los costos laborales aumentaban a tasas elevadas. Se señaló que, por un lado, era posible que el mercado laboral estuviera incubando presiones inflacionarias, pues con el actual ritmo de crecimiento del empleo y de no existir una oferta infinitamente elástica los salarios deberían subir, incluso con un incremento de aquellos reales. Por el contrario, se indicó que si este ciclo no seguía se debería observar una recuperación de la productividad, proveyendo así un mecanismo importante para que la inflación tendiera a alinearse con la meta.

2. Opciones

Los antecedentes sugerían la necesidad de ajustar nuevamente la Tasa de Política Monetaria (TPM) en esta ocasión. Al igual que en las dos reuniones anteriores, se estimaba que un aumento de 25 puntos base era insuficiente para el deteriorado panorama inflacionario, por lo que se consideró que las opciones más plausibles eran aumentar la TPM en 50 o en 75 puntos base.

El principal antecedente tras las opciones de política para esta ocasión era el escenario central y los riesgos asociados que se habían discutido en la preparación del IPoM de septiembre. El panorama de corto y mediano plazo contenido en el escenario central de dicho Informe indicaba un escenario de crecimiento de la actividad y la demanda durante este año por encima de perspectivas previas, pero con una desaceleración durante los próximos dos años, principalmente de la demanda interna. De esta forma, el crecimiento de la actividad en el bienio 2009-2010 llegaría a cifras hasta del orden de un punto porcentual menores que el crecimiento de tendencia de la economía. Proyecciones alternativas indicaban una desaceleración incluso mayor para el 2009.

La ampliación de holguras vinculada a estas perspectivas de crecimiento eran el ingrediente esencial para lograr la reducción de las tendencias inflacionarias y así alcanzar una variación del IPC de 3% en el horizonte habitual, en torno a dos años. Por el lado de los costos importados, las perspectivas del escenario central no contenían fuerzas desinflationarias relevantes como para reducir por

sí mismas los registros inflacionarios de ese momento. A su vez, de acuerdo con las visiones de consenso, el escenario internacional seguirá siendo relativamente benigno por el lado del crecimiento. Así, quedaba radicado en la política monetaria el generar el suficiente efecto en las holguras como para permitir una convergencia a la meta en el horizonte planteado de dos años.

En el escenario central, las proyecciones consideraban alzas adicionales de la TPM en el último trimestre del 2008 y quizá el siguiente, hasta un nivel coherente con el carácter transitorio del aumento de la inflación, con expectativas de mediano plazo que contemplaban un retorno a la meta en los horizontes habituales, y mayores holguras que apaciguarían la propagación de los mayores costos y precios de meses recientes a la inflación. De esta manera, en este escenario la dinámica inflacionaria comenzaría a ceder hacia fines del cuarto trimestre.

Respecto de las opciones de alzas de 50 ó 75 puntos base, evidentemente, una secuencia de acciones de política monetaria podía contemplar ajustes sucesivos de una u otra magnitud, pero se debía considerar que aunque el escenario base tenía como punto de referencia un nivel para la TPM mayor al que se deducía de los precios de activos, estos últimos indicaban una TPM en torno a 9% en su nivel mayor. En ese sentido, y bajo el criterio de que los ajustes de la TPM deberían converger de manera suave al nivel deseado, no parecía conveniente realizar un aumento de 75 puntos base, pues luego debería proseguirse, en el escenario base, con aumentos de menor magnitud. Esa implementación de la política monetaria resultaría sin duda confusa desde el punto de vista comunicacional.

Por ello, se consideraba que las razones para optar por un aumento de 75 puntos base radicaban en una ponderación relativamente mayor de los escenarios de riesgo posibles y una menor ponderación para el escenario base. En los próximos meses podían materializarse eventos que apuntaran a la necesidad de incrementar la TPM quizá considerablemente por encima de los niveles implícitos en el escenario base. En primer lugar, era posible que el reciente dinamismo de la actividad y la demanda continuara sorprendiendo, empujando el crecimiento del PIB más cerca de 5% para este año y presionando las holguras de capacidad. En segundo lugar, la dinámica inflacionaria podía no ceder como se anticipaba, debido a presiones de costos laborales o costos importados mayores que las previstas. Aunque un aumento de la TPM de 75 puntos base en esta ocasión difícilmente podía acotar la probabilidad de que estos riesgos se materializaran en el corto plazo, sí podía mitigar su impacto en las expectativas de mediano plazo, dejando a la política monetaria en un mejor pie para realizar los ajustes necesarios para conducir la inflación a la meta.

Al igual que en otras ocasiones, la comunicación global de la política monetaria era tan relevante como la decisión misma de política monetaria. En términos del comunicado, dado que el mercado consideraba un nivel de tasas aun superior al que se alcanzaría con alzas de 50 ó 75 puntos base, la exclusión de un sesgo sería muy sorpresiva.

Con respecto a un alza de 75 puntos base, algunos análisis de mercado no la descartaban del todo, lo que junto con la inclusión de esta opción en minutas de reuniones anteriores haría que un alza de esa magnitud fuera menos sorpresiva que en meses recientes. En todo caso, dada la discusión anterior, una opción de este tipo debería señalar una preocupación mayor por las perspectivas inflacionarias de mediano plazo, lo que tendría que incluirse con un sesgo más preciso que en meses anteriores en el comunicado. Sin un mensaje nítido, un aumento de 75 puntos base podía ser confuso en cuanto a señalar la dirección futura de la política monetaria.

Finalmente, la divulgación del IPoM de septiembre daba la oportunidad de comunicar en términos más precisos la orientación general de la política monetaria, particularmente en la comparación de la trayectoria considerada en el escenario base con lo que esperaba el mercado, el sesgo en las proyecciones y las trayectorias proyectadas de inflación y crecimiento.

3. Decisión de política monetaria

Los Consejeros consideraron un conjunto amplio de antecedentes en su decisión, incluidos los contenidos en el IPoM de septiembre y los citados al comienzo de esta minuta. Todos los Consejeros destacaron que el registro de inflación de agosto nuevamente reflejaba que se había acentuado la propagación de los *shocks* inflacionarios hacia otros precios. Algunos Consejeros señalaron que, a diferencia de meses anteriores, los datos del último mes no diferían significativamente de lo esperado, especialmente en materia inflacionaria. Algunos Consejeros señalaron que por ello no había razones para desviarse de la trayectoria de política monetaria que aparecía como la más adecuada en el último tiempo, esto era, seguir subiendo la TPM. Un Consejero indicó que la depreciación de los últimos meses había contribuido, en alguna medida, a alimentar la dinámica inflacionaria de corto plazo, lo que le había puesto un peso adicional a la política monetaria en su tarea de reducir la inflación.

Todos los Consejeros indicaron que la actividad y la demanda interna continuaban mostrando un alto dinamismo. Uno de estos Consejeros agregó

que las noticias de actividad revelaban un dinamismo de la economía que, para el mercado, era algo superior a lo que se preveía hace algunos meses, lo que podría mantener más allá de lo prudente las presiones inflacionarias ya existentes. Otro de estos Consejeros señaló que los sectores de actividad más relevantes para la determinación de la inflación interna crecían por sobre el promedio y por sobre sus tasas de tendencia, por lo que las holguras en dichos sectores parecían ser muy estrechas. Otro de estos Consejeros indicó que, si bien el mayor crecimiento de la actividad era una noticia positiva, al mismo tiempo reflejaba que existía terreno fértil para que los incrementos pasados de los costos siguieran propagándose al resto de la economía.

Varios Consejeros manifestaron su preocupación porque las expectativas de inflación seguían en niveles elevados e incluso habían aumentado en varias medidas y plazos. Uno de estos Consejeros indicó que esto era preocupante, no solo porque reflejaba un importante debilitamiento del ancla nominal, sino que porque se daba en un contexto donde los precios de las materias primas —que habrían sido el detonador inicial de la alta inflación— mostraban alguna tendencia a normalizarse y donde la TPM había aumentado de manera importante en los últimos meses. Otro de estos Consejeros agregó que eran una potencial causa de los efectos de segunda vuelta que se observaban y podían poner dificultades a la caída de la inflación, en la medida que se transmitieran a la formación de precios y salarios. Por ello, acotó, una normalización pronta de estas expectativas haría más fácil la convergencia de la inflación a la meta.

Algunos Consejeros resaltaron que apreciaban la existencia de contradicciones en el conjunto de expectativas disponible para la reunión. Tanto las expectativas privadas de inflación como de crecimiento superaban las proyecciones del Banco, en un contexto en que el Consejo había señalado que haría todo lo que estuviera a su alcance para alinear la inflación hacia 3% en dos años. El mercado, a su vez, parecía creer que el Banco sería proactivo, es decir, se esperaba que estuviera delante de la curva y siguiera aumentando la TPM en los meses siguientes. Uno de estos Consejeros agregó que el problema de esta combinación era que mientras más demoraran las expectativas en alinearse con la meta, mayores serían los costos reales, en términos de crecimiento y empleo, de la política de estabilización. Por ello, indicó, solo cabía reiterar que el Consejo haría todo lo que estuviera a su alcance para alinear la inflación hacia 3% en dos años, aunque ello implicara costos reales superiores a los esperados. Destacó que, aun así, esos mayores costos reales serían menores que los que habría que soportar si se fuese contemplativo con la inflación. Finalizó este Consejero acotando que la moderación de la propagación inflacionaria requería de una economía más bien fría, es decir, una economía creciendo moderadamente por debajo de su tendencia durante un plazo más o menos equivalente al horizonte de política.

Esto, añadió, era un componente que aún no estaba internalizado por los agentes privados y los analistas.

Otro de estos Consejeros agregó que era fundamental cambiar esa trilogía de expectativas de inflación, crecimiento y TPM, y enfatizar que la estructura de tasas debería ser mayor que la actualmente esperada por el mercado y que el crecimiento debería ser menor. Este Consejero indicó que le parecía preocupante que los aumentos de la TPM de los últimos meses no habían logrado disminuir las expectativas de inflación, lo que sugería que el mensaje no había sido suficientemente claro. Añadió que, en su opinión, la dinámica actual de las expectativas de inflación reflejaba que no existía conciencia en el sector privado de que el Banco estaba en un serio esfuerzo por afectar el dinamismo de la economía como principal mecanismo para llevar la inflación a la meta. Prosiguió este Consejero indicando que los altos registros de actividad y demanda, significativamente por sobre lo esperado por el mercado, aún cuando no necesariamente mayores que los esperados por el Banco, sugerían que los niveles de tasas de interés necesarios para lograr una caída importante en la inflación eran significativamente mayores que los actuales. Finalizó señalando que, aun cuando el mercado había aumentado sus expectativas de la evolución de la TPM, esa trayectoria no era suficiente para lograr la convergencia a la meta. En su opinión, ello reflejaba que el mercado todavía no internalizaba la trayectoria de política monetaria requerida para llevar la inflación a 3% en dos años.

Algunos Consejeros resaltaron que existían antecedentes que permitirían un panorama algo más benigno en materia inflacionaria. En particular, que la evolución de los salarios no era una fuente significativa de mayor inflación. Uno de estos Consejeros indicó que, no obstante, seguía presente el riesgo de una aceleración de los salarios, por lo que debían ser monitoreados con atención. Otro Consejero añadió que el rol del Banco era prevenir, con medidas de política monetaria, que los salarios se constituyeran en una fuente significativa de mayor inflación, en especial dados los riesgos de propagación que se enfrentaban. Por ello, prosiguió, era necesario que los salarios continuaran con un ritmo de crecimiento moderado, y coherente con la convergencia de la inflación a la meta, porque de otro modo se haría significativamente más costosa la desinflación.

Varios Consejeros indicaron que el escenario externo seguía siendo muy complejo, pero que, en el escenario más probable, las fuerzas provenientes de la economía mundial no brindarían un apoyo significativo a la reducción de la inflación doméstica, lo que tenía implicancias para la política monetaria. Uno de estos Consejeros señaló que los riesgos para la economía mundial habían aumentado, en particular porque existía bastante incertidumbre sobre el desenvolvimiento de la crisis financiera y sus eventuales efectos sobre las

instituciones financieras y la provisión de crédito para la economía real. Otro de estos Consejeros agregó que la evolución de la economía mundial, con una desaceleración en el mundo desarrollado, era coherente con un escenario de mayor debilidad de los precios de las materias primas, lo que al menos permitía descartar, con alta probabilidad, alzas significativas. No obstante, agregó este Consejero, era inconveniente descansar en un escenario optimista para contener las presiones inflacionarias, en especial cuando se estaba observando una propagación más allá de lo razonable. Más aún, añadió, era difícil pensar que el debilitamiento de los precios externos, excepto por la gasolina, resultara en una caída de los precios internos, en especial en condiciones donde la demanda interna crecía con elevado dinamismo.

Respecto de las razones que podían inclinar la decisión en torno a las opciones presentadas, un Consejero señaló que el principal antecedente para la decisión de política monetaria era el escenario central del IPoM de septiembre, que reconocía la necesidad de ampliar las holguras de capacidad de la economía chilena como ingrediente esencial para reducir la tendencia inflacionaria y converger a 3% en el horizonte de política. Agregó que, dado que no se esperaba una desaceleración de la economía mundial, la tarea de la ampliación de las holguras quedaba entregada por entero a la política monetaria. Prosiguió este Consejero indicando que dada la preferencia por ajustes graduales, ello era plenamente coherente con la opción de aumentar la TPM en 50 puntos base en esa reunión.

Un Consejero indicó que un aumento de 75 puntos base, aunque insuficiente por sí solo, favorecería el alineamiento de las expectativas de inflación con la convergencia a la meta en el horizonte usual. Sin embargo, agregó, que, si la comunicación de que existirían nuevos aumentos de la TPM era suficientemente clara, podría ser adecuado esperar la reacción del mercado, en especial considerando la próxima publicación del IPoM de septiembre. En el mismo sentido, añadió que en la medida que el mensaje del IPoM no lograra generar un cambio en la trayectoria esperada para la inflación, serían necesarios ajustes aún mayores en la TPM de manera de afectar las expectativas de inflación y acercarnos al escenario base del IPoM.

Un Consejero mencionó que existían varias razones que podrían hacer privilegiar un aumento de 75 puntos base por sobre uno de 50 puntos base para esta reunión. En primer lugar, indicó, debía considerarse la preocupación por el elevado dinamismo de la demanda interna y de la actividad, que podría seguir presionando las holguras de capacidad en los próximos meses, postergando así la convergencia inflacionaria. En segundo lugar, la evolución de las remuneraciones podría exacerbar las presiones de costos, especialmente dadas las escasas holguras en el mercado laboral. En tercer lugar, las expectativas del sector privado seguían

anticipando una ampliación de holguras más gradual que la prevista en el escenario central del IPoM de septiembre y una inflación superior a la meta al cabo de 24 meses, pese a contemplar una trayectoria similar para la TPM. Prosiguió este Consejero indicando que en la medida que dichas expectativas persistieran, podían transformarse en una profecía autocumplida, obligando a aumentar la dosis de ajuste contemplada en el escenario central ya que ella resultaría insuficiente para garantizar la convergencia inflacionaria. Finalizó este Consejero agregando que, desde esa perspectiva, un ajuste de 75 puntos base podía entenderse como una anticipación del ajuste que contemplaba el escenario base, y que podía constituir un seguro, frente a la materialización de estos escenarios de riesgo. Ello, sin perjuicio de que el escenario internacional aún presentaba una elevada incertidumbre y representaba un escenario de riesgo que apuntaba en la dirección contraria.

Un Consejero indicó que no era obvio descartar un alza de 75 puntos base, adelantando futuros ajustes. No obstante, añadió, su comunicación sería extremadamente compleja, pues si no se había hecho antes, no había una razón especial para hacerlo en esta reunión. Por ello, continuó, podría entregar una señal muy confusa al público y los mercados. Otro Consejero señaló que un incremento de 75 puntos base podría justificarse considerando la corrección monetaria que restaba por hacer. Sin embargo, agregó, un aumento de esa magnitud era superior al esperado por el mercado, por lo que podría sorprender y generar costos innecesarios. Otro Consejero descartó, por ahora, un aumento de 75 puntos base ya que su justificación sería más bien preventiva en el caso que se diera uno de los escenarios de riesgo.

Un Consejero agregó que un aumento de 50 puntos base reforzaba el sello restrictivo de la política monetaria, pero mantenía un matiz de prudencia. Ello, agregó este Consejero, buscaba, por un lado, proveer flexibilidad para dosificar los próximos movimientos de la TPM y, por otro lado, facilitar el ajuste que necesariamente debían emprender los agentes económicos, especialmente en lo referido a sus decisiones de consumo e inversión. Otro Consejero indicó que no existía mayor diferencia entre subir la TPM en 50 ó 75 puntos base. Ello, considerando que el único objetivo era llevar la TPM a un nivel coherente con la convergencia inflacionaria en un contexto de expectativas ancladas. Un Consejero nuevamente resaltó que cambios en la TPM de 50 puntos base debían reservarse para ocasiones especialísimas y la actual coyuntura seguía siéndolo. Finalmente algunos Consejeros indicaron que un ajuste de 25 puntos base debía ser descartado, porque era claramente insuficiente como reacción de política frente al deteriorado panorama inflacionario y no sería coherente con la magnitud del ajuste monetario requerido. Añadió uno de estos Consejeros que un incremento inferior a 50 puntos base se entendería como una señal de aflojamiento de la política monetaria.

Respecto de la evolución futura de la TPM, todos los Consejeros coincidieron en que serían necesarios nuevos ajustes al alza para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación. Un Consejero indicó que ello no era impedimento para seguir evaluando con atención los distintos desarrollos que tenían incidencia sobre la inflación y, en particular, los efectos de las alzas de tasas ya materializadas y las que se anticipaban. Otro Consejero indicó que en cualquier escenario, la respuesta de política monetaria era inambigua y su dirección era al alza. En el escenario más probable, añadió, en los próximos meses deberían comenzar a observarse menores registros de inflación, por lo que debía actuarse con la política monetaria de forma que dichos registros se consolidasen. Un Consejero indicó que se debía subir la TPM hasta un nivel de tasas reales que restringiera el crecimiento de la demanda hasta hacerla coherente con el objetivo de generar una caída significativa en la inflación.

4. Acuerdo

El Presidente señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Desormeaux y los Consejeros señores Marfán, Marshall y Claro acordaron por unanimidad aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, ubicándola en 8,25%.