

Reunión de Política Monetaria

ENERO 2008

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 117 celebrada el 10 de enero 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, don 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 Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldivar; el Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva; el Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo; el Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos; los Economistas Senior, doña Erika Arraño González 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 enero.

Además, como novedades desde la reunión anterior se consideró que en el ámbito internacional, los indicadores del mes daban cuenta de un panorama más debilitado para la economía mundial, reflejado en las cifras efectivas de EE.UU. y en las expectativas de consumidores y empresas de las principales zonas económicas. Frente a las turbulencias financieras recientes, el consumo en EE.UU. hasta ahora se había ajustado solo moderadamente y se esperaba que su

crecimiento se redujera más marcadamente a futuro. Los precios de las materias primas seguían altos, destacando que el del petróleo se ubicaba en casi US\$100 el barril y que el del cobre se sostenía nuevamente por sobre US\$3 la libra.

Los principales mercados bursátiles habían mostrado correcciones relevantes en el curso de las últimas semanas. A su vez, las tensiones financieras en los mercados interbancarios globales no se habían acentuado. Al mismo tiempo, el riesgo de iliquidez de fin de año se había evitado con las intervenciones anticipadas y coordinadas de los bancos centrales de los principales países desarrollados.

La preocupación por una desaceleración más pronunciada de lo anticipado en el crecimiento de EE.UU. había fortalecido las expectativas de relajamientos adicionales en la política monetaria de esa economía. De hecho, las tasas de interés de largo plazo, especialmente en EE.UU., habían caído de manera significativa. Este escenario se configuraba a pesar de que la inflación en el mundo continuaba siendo motivo de preocupación, con sorpresas inflacionarias recientes en muchas economías desarrolladas y emergentes.

En Chile, las principales novedades eran una muy significativa sorpresa inflacionaria y un ritmo de actividad económica algo superior a lo esperado. Con esto, la estructura de tasas en pesos y en UF se había alterado de manera importante en los días previos a la reunión, con trayectorias implícitas *forward* para la inflación y la Tasa de Política Monetaria (TPM) superiores a las observadas hace un mes. Otros indicadores de expectativas privadas habían reaccionado de forma más tenue. Por su parte, el peso mostraba una apreciación relevante en los días recientes.

Esta reunión, además coincidía con la preparación del IPoM de enero, el cual contenía como elementos principales un importante incremento en la proyección de inflación anual de corto plazo, que se reflejaba en una variación proyectada sobre 7% del IPC promedio durante el 2008. El escenario base también proyectaba que la inflación anual alcanzaría el rango de tolerancia hacia principios del 2009. Estas proyecciones eran coherentes con un ritmo de expansión económica cercana a la tendencia, así como con una gradual normalización de la expansión de la demanda interna. Además, contemplaba aumentos adicionales de la TPM en los próximos trimestres en magnitud similar a lo esperado por el mercado.

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se destacó que la evolución reciente y perspectivas de la política monetaria en las economías desarrolladas era de signo contrario a lo que ocurría en las economías emergentes. Se señaló que, a pesar del diagnóstico generalizado de una inflación al alza en todas partes del mundo, en las economías desarrolladas las tasas de interés estaban más bien disminuyendo. En particular porque las perspectivas de actividad hacían que la política monetaria no estuviera considerando alzas de tasas en los siguientes meses. Ello constituía una diferencia importante respecto de lo que ocurría en las economías emergentes, en las que los movimientos de tasas de interés eran más bien al alza.

Se discutió respecto de la evolución y efectos de la crisis *subprime*. Se señaló que las cifras recientes parecían indicar que la crisis de liquidez se estaba superando, de lo que daba cuenta la reducción de los diferenciales entre la tasa de fondos federales y la *libo* a tres meses en los mercados desarrollados, dando paso a un escenario en que lo que se comenzaba a evaluar era la solvencia de las instituciones y los países, como podía derivarse de los aumentos recientes en los premios por riesgo. Se agregó que ello podría ser considerado una buena señal, pues las turbulencias en los mercados monetarios eran un reflejo de incertidumbre muy generalizada que comprometía, además, el funcionamiento de los sistemas bancarios. De ahí que las correcciones al alza en los riesgos de créditos debían ser consideradas como algo positivo. Asimismo, se señaló que los aumentos en los premios de los Credit Default Swaps, tanto de países como de corporaciones, parecían estar respondiendo a la valoración que hacen los inversionistas de los riesgos, más que a un deterioro de los fundamentales de esos países o corporaciones, pues los balances que estas últimas habían reportado seguían siendo buenos. En contraposición, se mencionó que esto también podía ser interpretado como que la crisis dejaba de ser un fenómeno solamente financiero y que sería algo más bien persistente. Se agregó que, más allá de todo lo anterior, en las economías asiáticas se estaba dando una percepción de que la crisis *subprime*, su evolución y consecuencias, podrían considerarse como algo más bien saludable, pues a partir de elementos financieros se estaba gatillando el inicio de la corrección de los desbalances globales.

En el ámbito interno, se discutió que la caída en el valor de la bolsa chilena era similar al de las economías industrializadas. Se argumentó que tras esto podía estar, por un lado, una normalización de los niveles dado que en el 2006 y la primera mitad del 2007 la bolsa local había alcanzado niveles récord. Por otro lado, la recomposición de los portafolios —como consecuencia de la mayor preferencia de los privados por activos denominados en UF ante las últimas sorpresas de inflación— podía estar generando una liquidación de los fondos

accionarios y por tanto una caída adicional de la bolsa. Cabía señalar que al medir la variación de la bolsa local en dólares la caída era algo menor que en pesos.

Se discutió respecto de cómo se interpretaban las distintas medidas de expectativas sobre la evolución de la TPM. Se señaló que todas las medidas financieras estaban afectadas por primas por riesgo y que estas podían diferir en magnitud a lo largo de una curva de rendimientos. Ello era razonable en un escenario en que la incertidumbre había aumentado por las sorpresas inflacionarias del último tiempo y podía estar además motivando una mayor preferencia por instrumentos de corto plazo, lo que haría empinar aun más las tasas de interés de largo plazo. Se señaló que, en todo caso, más allá de los efectos de primas, respecto de la reunión anterior todas las medidas arrojaban incrementos en las expectativas de la TPM. Adicionalmente, y tomando en consideración el conjunto de medidas de expectativas de inflación, se estimó que no existían antecedentes que llevaran a evaluar que las expectativas de inflación de largo plazo estuvieran desancladas, a pesar de que las de corto plazo sí mostraban un aumento.

Se discutió sobre la evolución de los agregados de crédito. Se indicó que si bien el stock de los créditos para la vivienda seguía creciendo a tasas elevadas, medido en términos reales —considerando que la mayor parte de estos créditos están denominados en UF— su variación mostraba estabilidad desde mediados del 2005, por lo que no necesariamente se estaba frente a un mayor impulso o a mayores facilidades de financiamiento para la vivienda. Igual fenómeno podía estar detrás de los altos registros del stock de créditos comerciales. Se agregó que el crecimiento de los créditos de consumo seguía atenuándose, más allá de que en el último año los créditos no bancarios habían retomado tasas de crecimiento históricamente altas.

Se discutió acerca de la evolución reciente del tipo de cambio nominal y real, especialmente respecto de las razones detrás de la apreciación del peso. Se señaló que parte de esta apreciación correspondía al fenómeno internacional de depreciación del dólar estadounidense. Se indicó, también, que esto más la mayor inflación interna respecto de la de los principales socios comerciales de Chile explicaba el descenso del TCR.

2. Opciones

Dados los antecedentes acumulados desde la última reunión, el Consejo consideró que las opciones más plausibles para esta ocasión eran aumentar la TPM en 25 o en 50 puntos base.

Aumentar la TPM se justificaba, fundamentalmente, por el escenario macroeconómico contenido en el IPoM de enero. En particular, las perspectivas de inflación para los próximos trimestres se habían modificado al alza de manera significativa respecto tanto del IPoM de septiembre como de las consideradas en la reunión anterior, indicando que las sorpresas inflacionarias de los últimos meses tendrían una persistencia mayor que la anticipada sobre los registros de inflación anual venideros. En este contexto, un incremento de la TPM era el mecanismo mediante el cual la política monetaria permitía que la inflación del IPC retornara a la meta dentro del horizonte habitual de política.

Mantener la TPM no se justificaba, puesto que en el escenario más probable ello conllevaría a aumentos posteriores, probablemente más agresivos, de forma de lograr cumplir con la meta de inflación. Así, la significativa magnitud y persistencia de la desviación de la inflación con respecto al rango de tolerancia implicaba que la mantención de la TPM aumentaba el riesgo de que la convergencia de la inflación al rango meta se materializara más allá del horizonte de política monetaria. Ello sería incongruente con la forma como el Banco Central implementa su política monetaria de metas de inflación. Se evaluaba además que solo en el caso de que se tuvieran antecedentes firmes de que se produciría un deterioro cíclico significativo en los próximos trimestres, fundamentalmente provocados por el impacto de un escenario global menos favorable, se podría haber sugerido una mantención de la TPM a la espera de más antecedentes. Pero en las discusiones internas y en la evaluación del IPoM, esta eventualidad aún parecía acotada. Además, en caso de materializarse este escenario internacional deteriorado, la TPM podría reaccionar, debido a que un incremento en esta ocasión no inhibía acciones futuras en otra dirección, si las circunstancias así lo ameritaban.

Se evaluaba que un incremento de 25 puntos base probablemente era el adecuado para enfrentar el escenario de mayor inflación contenido en el IPoM. De hecho, un incremento de esta magnitud permitía estar a la espera de mayores antecedentes respecto de la marcha de la economía mundial y de su eventual efecto en las economías emergentes y en Chile. Sin embargo, en la configuración de riesgos del escenario base estaba presente, con mayor relevancia que en otras ocasiones, la necesidad de evitar que la propagación de las sorpresas inflacionarias recientes se manifestara excesivamente en los precios y los costos futuros. Esto último podía sugerir una instancia de política monetaria

más restrictiva que solo un incremento de 25 puntos base. De manera similar, aunque aún no se percibían antecedentes al respecto, una aceleración salarial excesiva, desencadenada por la elevada inflación reciente, también podría poner en cuestión la convergencia inflacionaria en el mediano plazo. Se evaluó que esta eventualidad podría acotarse con un incremento mayor de la TPM.

No se estimaba que hubiera evidencia concluyente de que las expectativas de inflación privadas de largo plazo estuvieran alejadas de la meta. Aunque las compensaciones inflacionarias *forward* a partir de contratos *swap* peso/UF mostraban un aumento relevante en períodos más allá del horizonte de proyección, así como un efecto amplificado de la sorpresa de diciembre en plazos cortos, era probable que estos fenómenos obedecieran a una recomposición de portafolio y a mayores primas asociadas a la volatilidad de los precios y no a un cambio genuino en las expectativas de inflación de largo plazo. De hecho, medidas alternativas de expectativas habían reaccionado de manera más transitoria y moderada a las noticias.

3. Decisión de política monetaria

Varios Consejeros destacaron que en el plano externo la noticia más relevantes había sido la acentuación de las señales de debilidad de la economía de Estados Unidos, lo que había llevado a perspectivas de mayores reducciones de la tasa de política monetaria de esta economía, una corrección significativa de las tasas de interés de largo plazo y de los precios de los principales mercados accionarios. Un Consejero agregó que las economías emergentes, si bien habían exhibido bastante fortaleza, no habían permanecido inmunes a las turbulencias financieras, lo que se reflejaba en correcciones generalizadas de los premios por riesgo soberano. Varios Consejeros destacaron que los precios de las materias primas seguían elevados y algunos de ellos habían vuelto a subir en el transcurso del último mes. Uno de estos Consejeros acotó que esto hacía que siguiera presente e incluso se intensificara la preocupación por la inflación.

Algunos Consejeros señalaron que las novedades del escenario externo configuraban un cuadro de marcada incertidumbre respecto de la evolución de la economía global. Además, ello implicaba, para Chile, tanto un menor impulso al crecimiento como mayores presiones inflacionarias provenientes de la economía mundial.

En el plano interno, varios Consejeros destacaron que la principal novedad del mes había sido la fuerte sorpresa inflacionaria de diciembre. Uno de estos

Consejeros destacó que la inflación se había elevado mucho más allá de lo esperado, llegando a niveles próximos a 8%, varios puntos porcentuales por sobre el rango de tolerancia. Agregó este Consejero que esta desviación era la más alta desde que se tenía metas de inflación. Además, algunos Consejeros notaron que las proyecciones de inflación de corto plazo se habían corregido al alza, indicando que la variación anual de la inflación seguiría subiendo en los próximos meses y que se mantendrían en niveles altos por varios meses.

Varios Consejeros señalaron que, ante la sorpresa inflacionaria, el mercado había reaccionado con correcciones en los precios bursátiles y de activos financieros, incluyendo el tipo de cambio, que evidenciaba una apreciación significativa tanto nominal como real. Agregaron que la trayectoria implícita para la inflación, que se desprendía de los precios de los activos financieros se había elevado, aunque a plazos más largos el movimiento había sido menor. Uno de estos Consejeros señaló que esto sugería que las medidas de compensación inflacionaria podían contener premios por riesgo que reducían su valor informativo. Otro Consejero agregó que la incertidumbre del mercado acerca de cómo se acomodarán cantidades y precios a lo largo del 2008 había implicado una suerte de “escape hacia la UF”. Ello, indicó, hacía más difícil descifrar si el diferencial de tasas nominales y en UF respondía a reverberaciones por ajustes de portafolio.

Varios Consejeros destacaron que la trayectoria implícita para la TPM también había aumentado, contemplándose aumentos de 50 a 75 puntos base en los próximos doce meses dependiendo de la fuente escogida. Uno de estos Consejeros indicó que, en todo caso, los altos registros de inflación habían introducido mucho ruido en los mercados, por lo que resultaba difícil separar las expectativas de otras primas contenidas en los precios observados.

Algunos Consejeros señalaron que la opción de mantener la TPM no era coherente con el cuadro macroeconómico actual y con el que contenía el IPoM de enero. En particular, porque mantener el actual impulso monetario podría dificultar la convergencia de la inflación a la meta de 3% en el horizonte de política. Un Consejero señaló que subir la TPM en esta reunión aumentaba el riesgo de tener que revertir esta decisión en los próximos meses si, por factores externos y/o internos, se producía una desaceleración de la actividad interna más pronunciada que la prevista y el proceso inflacionario en curso se disipaba con rapidez. Sin embargo, agregó que, a su juicio, el riesgo más importante que se enfrentaba era que la inflación se propague, más allá de lo habitual, a otros precios y remuneraciones y se torne persistente en el tiempo. Señaló que, de no ser mitigado ahora, en el futuro el Consejo podría verse obligado a asumir costos mucho más altos para que la inflación retornara a la meta.

Algunos Consejeros señalaron que a su juicio lo aconsejable era aumentar la TPM en 25 puntos base, pues daba espacios para seguir subiéndola en las reuniones siguientes y para mantener grados de cautela ante una situación externa e interna con altos niveles de incertidumbre. Uno de ellos agregó que la opción de aumentar solo 25 puntos base se justificaba también en que en el escenario más probable la TPM seguiría subiendo, incluso independiente de si en esta reunión se aumentaba en 25 o 50 puntos base, por lo que un movimiento más agresivo podía reducir grados de maniobra futuros. En caso de optarse por un aumento de 25 puntos base, otro Consejero estimó que sería prudente indicar un sesgo en el comunicado referido a la posibilidad, en caso de ser necesarias, de alzas adicionales en la TPM. Un Consejero indicó que, en todo caso, aumentar la TPM en 50 puntos base no era enteramente descartable, por cuanto los riesgos inflacionarios eran al alza y que, aunque aún no se observa dicho fenómeno, podrían tener la muy negativa implicancia de desalinear las expectativas respecto de lo contemplado en nuestras proyecciones. Otro Consejero indicó que la principal causa del fuerte aumento de la inflación parecía ser un *shock* de oferta importante, lo que, a su juicio, sugería una respuesta cautelosa de política monetaria.

Algunos Consejeros indicaron que un aumento de 50 puntos base tenía una ventaja importante en relación a la alternativa de 25 puntos base, puesto que entregaba una señal potente respecto a la voluntad del Banco Central de llevar la inflación de vuelta a la meta. Otro Consejero, agregó que las expectativas de inflación a diversos plazos habían aumentado fuertemente en los últimos meses, y aunque estas medidas fueran ruidosas, eran bastante fundamentadas, y relativamente coherentes con las proyecciones del Banco. Por ello, la TPM debía reaccionar, cuidando que esta reacción fuese prudente pero realista, teniendo en cuenta el tamaño y la justificación del aumento en las expectativas de inflación de mediano plazo.

Varios Consejeros agregaron que aumentar la TPM en 50 puntos base también envolvía riesgos y podría resultar prematuro. En particular, porque constituía una sorpresa para el mercado, porque no se tenía más información que este y porque las proyecciones tenían márgenes de variación altos. Por ello, las expectativas del mercado debían ponderarse más que lo habitual. Uno de estos Consejeros señaló que le preocupaba que un aumento de 50 puntos base fuera entendido como una señal de que el Banco Central estaba percibiendo un desalineamiento de expectativas o una propagación superior a la esperada del *shock* inflacionario. Algunos Consejeros también indicaron que un aumento más agresivo de la TPM tendría efectos sobre el tipo de cambio real, que ya se encontraba por debajo de valores compatibles con los fundamentos de largo plazo de la economía chilena.

Un Consejero señaló que, en su opinión, la decisión de modificar la TPM en 50 puntos base —como se hizo en diciembre del 2003 y enero del 2004— debía reservarse para corregir desviaciones claras de las expectativas de inflación anual a 24 meses plazo respecto de la meta. Agregó que, con la información disponible, no podía descartarse que pudiera haber un inicio de desalineación—especialmente a juzgar por los resultados de la última encuesta de expectativas más que por lo implícito en los precios financieros—, pero para dar golpes bruscos de política se requería a su juicio mayores grados de certeza al respecto, por los elevados costos de equivocarse que superan largamente a los beneficios de acertar.

Un Consejero señaló que en la decisión de aumentar la TPM se debía considerar que las condiciones actuales sugerían una política monetaria neutral, o por lo menos no expansiva. Al respecto, precisó que, aunque se desconocía con exactitud la estructura de tasas neutrales, la evidencia apuntaba a que la política monetaria probablemente seguía siendo expansiva, lo que hacía justificable un aumento en la TPM. Otro Consejero indicó que, a su juicio, era particularmente importante ser claro en que la reducción en la proyección del rango de crecimiento —respecto del IPoM de septiembre— se daría en combinación con una TPM neutral nominal que, durante algún tiempo, se ubicaría por sobre su valor de largo plazo, debido al incremento en la tasa de inflación esperada a plazos cortos. Esto implicaba, añadió, que en este contexto aumentos de la TPM no debieran necesariamente decodificarse como un sesgo contractivo de la política monetaria.

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 25 puntos base, ubicándola en 6,25%.