

# Reunión de Política Monetaria

MAYO 2008

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

### Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 122 celebrada el 8 de mayo de 2008

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, doña Maria Olivia Recart Herrera.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; 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 División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo; el Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente de Análisis Macroeconómico Interino, don Claudio Soto Gamboa; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Mercados Financieros Nacionales Interino, don Jorge Pérez Etchegaray; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos; 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 mayo.

Además, como novedades desde la reunión anterior se consideró que en el ámbito internacional, aunque la información coyuntural había sido menos negativa y apoyaba una recuperación del dólar, los indicadores reales y financieros seguían mostrando una situación frágil en EE.UU. Las condiciones crediticias en el conjunto de las economías desarrolladas continuaban especialmente estrechas, lo que llevaría a una lenta recuperación de su crecimiento. El precio del petróleo había aumentado en las últimas semanas, alcanzando nuevos máximos históricos,

mientras el precio del cobre seguía alto. Los precios internacionales de los alimentos, en tanto, habían tenido comportamientos disímiles.

En Chile, la inflación total de abril había estado algo por debajo de lo considerado hace un mes, aunque las tendencias subyacentes de los precios no mostraban una desaceleración adicional. El crecimiento económico de marzo había sido débil, lo que además repercutía en las perspectivas para la actividad en el segundo trimestre. La interpretación de estas cifras era coherente con la desaceleración detectada del consumo privado y, a diferencia de la evaluación de meses anteriores, no solo respondía a sectores de oferta.

El peso había experimentado una depreciación significativa en el último mes, del orden de 8,5%. Ello probablemente respondía tanto al impacto de la intervención cambiaria como a un panorama en EE.UU. algo menos negativo, con la percepción de mercado de que se habría terminado el ciclo de baja de tasas por parte de la Reserva Federal.

Las expectativas de inflación se habían mantenido relativamente estables, con algo de incremento en los registros de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) para fines de año, pero con pequeñas reducciones en las compensaciones inflacionarias tanto de contratos *swap* como de bonos. Respecto de la Tasa de Política Monetaria (TPM), las expectativas privadas sugerían que el mercado y los analistas anticipaban una TPM constante por varios meses.

### 1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió respecto de los premios por liquidez en los mercados monetarios externos. Se destacó que el diferencial entre la tasa *libo* y la de los fondos federales seguía en niveles altos, pese a las acciones de los bancos centrales para solucionar los problemas de iliquidez. Se indicó que era probable que esas acciones habían afectado, principalmente, al mercado interbancario *overnight* y que, por tanto, la distorsión que inicialmente estaba presente en ese mercado se podía haber trasladado a las operaciones de más largo plazo. Esto permitía entender por qué el diferencial a tres meses no retornaba aún a los niveles observados hasta antes de la crisis *subprime*. En todo caso, se destacó que, aunque la información reciente seguía indicando problemas de liquidez en el mercado interbancario, se percibía algún alivio en los mercados de crédito.

Se discutió respecto del alza en las proyecciones de inflación que presentaban otras economías, y de cuál era el supuesto respecto de la evolución de los precios de los alimentos en el mercado mundial, en particular si suponían que estos seguirían aumentando. Se indicó que, tal vez, no se esperaban nuevos aumentos,

sino que la mayor inflación podía ser respuesta a un traspaso rezagado de los incrementos de precios registrados el año pasado. Esto sería coherente, por un lado, con la menor frecuencia de cambio con que se revisan los precios en las economías desarrolladas. Por otro lado, esto también sería coherente, con que el traspaso de los precios internacionales a los precios locales dependía, en gran medida, de las características de cada economía. Se comentó que, en todo caso, en el pasado cuando un *shocks* de precios de los alimentos había coincidido con uno de los precios de los combustibles, el primero había tenido una reversión más rápida, lo que podía ser atribuido a una reacción de la oferta de estos productos. Sin embargo, se argumentó que en el actual incremento de precios de los alimentos, más allá de un aumento de la demanda desde Asia y de parte de los productores de biocombustibles, no podía descartarse que una parte del aumento se debiera a la demanda de instrumentos que permitieran cobertura financiera. Se indicó que existía un elemento más a considerar, y era que los países importadores netos de estos productos tendían a comprar grandes volúmenes a futuro para asegurarse el abastecimiento, lo que apoyaría que el componente especulativo en el precio de los alimentos sería menor. Esto también permitía racionalizar, para Chile, el rezago en el traspaso de las recientes caídas del precio del trigo a los precios internos.

Se destacó que las condiciones crediticias se habían vuelto más restrictivas, independiente de que no hubiesen habido cambios en la TPM desde enero. Un antecedente que reafirmaba este diagnóstico era la desaceleración de las colocaciones de consumo, lo que se podía interpretar como que la economía no estaba sobreestimulada. Se acotó que, teóricamente, estaba establecido que más que la política monetaria era la política crediticia la que afectaba la demanda agregada. Se enfatizó, asimismo, que por primera vez se observaba un deterioro en las condiciones de crédito que enfrentaban las empresas. Se señaló que en, este contexto, era difícil entender las altas tasas de crecimiento de los créditos para la vivienda. Entre las razones que surgieron estaba el rol de la banca en el financiamiento del sector inmobiliario el que podría estar incentivando el otorgamiento de créditos a las personas.

Se discutió acerca de la interpretación de las distintas medidas de expectativas sobre el curso futuro de la TPM. Se señaló que las expectativas que se deducían de los precios de los activos financieros podían estar afectadas por el cambio en las primas por riesgo asociadas a lo que estaba pasando con la inflación y la profundidad de los mercados en UF y en pesos. Sin embargo, se recalcó, que la diferencia actual entre las expectativas no era muy distinta de la que se había apreciado en el pasado y sí era rescatable que en el corto plazo esta diferencia era mínima.

## 2. Opciones

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

Se estimaba que no era aconsejable descartar la opción de subir la TPM en 25 puntos base, a pesar de que se había eliminado el sesgo en el último comunicado, de que se percibía que el balance de riesgos para la inflación estaba equilibrado, de que el mercado no anticipaba movimientos en la tasa, y de que el escenario de proyección contemplaba una reducción gradual de la inflación hacia el rango de tolerancia bastante similar a la considerada en el IPoM de enero. La mantención de esta opción debía darse, al menos, hasta que se observara con mayor claridad que la inflación anual estaba firmemente en una senda descendente, similar a la proyectada en el IPoM por publicarse, y que por tanto se descartaba con alguna probabilidad la ocurrencia de *shocks* adicionales que pudiesen requerir de ajustes abruptos en la tasa para asegurar la convergencia a 3%.

Más allá de lo anterior, había tres elementos principales que se debían considerar para la decisión de ese momento. En primer lugar, la dinámica de la inflación importada, incluyendo la persistencia del tipo de cambio entonces observado y la ocurrencia de mayores *shocks* de alimentos no percibibles hacia el futuro. En segundo lugar, la evolución de las brechas de capacidad y el efectivo impacto desinflacionario de lo que se percibía como mayores holguras. En tercer lugar, el patrón de propagación inflacionaria hacia precios subyacentes y salarios.

Con respecto a la reunión pasada, el primer elemento mencionado sugería una mayor inflación efectiva y quizá riesgos de mayor inflación hacia delante. El peso se había depreciado de manera relevante, mientras los precios internos y externos de algunos alimentos y de los combustibles mostraban tendencias que no se podían obviar. Se debía también considerar que estos efectos podían revertirse, o al menos no continuar, lo que estaba implícito en las proyecciones discutidas para el IPoM de mayo.

El segundo elemento inducía menores presiones inflacionarias hacia el mediano plazo, pues la desaceleración del crecimiento anual, se estimaba, no respondía solo a factores de oferta. El tercer y último aspecto había contribuido a amortiguar la propagación inflacionaria.

En suma, el escenario del IPoM de mayo era comparable al del mercado, y contemplaba una TPM en torno a los niveles actuales por un tiempo prolongado. En la medida en que se considerara que escenarios similares a los del IPoM tenían

altas probabilidades de ocurrencia, la mantención de la TPM era la opción más recomendable. Por el contrario, si se consideraba que los riesgos actuales eran suficientemente elevados, se podía justificar una acción preventiva, subiendo la TPM en 25 puntos base, a fin de poder enfrentar de mejor forma una eventual materialización de nuevos *shocks* inflacionarios.

Como era habitual, consideraciones de orden comunicacional podían llevar a ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. Al igual que en abril, el mercado esperaba en su mayoría la mantención de la TPM. En ese sentido, era muy probable que un incremento provocara grados de sorpresa y ajuste en los precios de los activos financieros, incluido el tipo de cambio, así como una discusión respecto de la coherencia de una decisión de este tipo con la eliminación del sesgo en la reunión anterior.

Con relación a la mantención o eliminación del sesgo, se estimaba que, dado que esta reunión coincidía con un IPoM, y que trayectorias coherentes de la TPM con el escenario base no contemplaban cambios significativos en una u otra dirección, no era apropiado incorporar un sesgo. Esto, cualquiera fuera la decisión de política que se adoptara.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Los Consejeros consideraron un conjunto amplio de antecedentes en su decisión, incluidos los referidos al comienzo de esta minuta y los contenidos en el IPoM de mayo. Respecto de su evaluación acerca de las implicancias de estos desarrollos destacó, en el plano internacional, que un Consejero indicó que las noticias del último mes no habían contribuido a reducir la complejidad del cuadro macro que se enfrentaba. Otro Consejero señaló que, persistían riesgos importantes, en particular había aumentado el de una restricción crediticia más prolongada a medida que se redujera el apalancamiento del sistema financiero estadounidense. Este mismo Consejero mencionó que el dólar parecía haber tocado fondo, y que podría estar gestándose una reversión de la significativa depreciación que había experimentado. Otro Consejero señaló que, a su juicio, la noticia del ámbito externo más sorpresiva del último mes había sido el aumento del precio del petróleo y que, además, no se percibía que fuera a ceder de manera relevante en el corto plazo. En opinión de un Consejero, estas novedades tenían implicancias sobre las proyecciones de inflación que eran de signo y plazos distintos, estimando que, en el corto plazo, aumentaban las presiones inflacionarias, pero que, en el mediano plazo, estas podían ser contrarrestadas.

En el plano interno, los Consejeros apuntaron que las noticias de actividad e inflación eran acordes con las tendencias de los últimos meses. Varios Consejeros destacaron que la propagación de la inflación seguía siendo bastante moderada. Todos los Consejeros también consideraron que el menor crecimiento de la actividad podría representar menores presiones inflacionarias derivadas de la brecha de capacidad, en la medida que este escenario de mayor debilidad persistiera. También se destacó la depreciación del tipo de cambio en el último mes. Un Consejero señaló que, tal como se había indicado cuando se anunció el programa de acumulación de reservas, la convergencia de la inflación a la meta era capaz de absorber un tipo de cambio algo más depreciado, y al mismo tiempo preservaba intacta la capacidad de la política monetaria para reaccionar variando las tasas de interés. Otro Consejero agregó que su diagnóstico de reuniones anteriores respecto a un desalineamiento cambiario creciente ya no está presente, y que ya no forma parte de los fundamentos de su voto. Además, señaló, cualquiera sea el impacto de la intervención en el tipo de cambio, el grueso de este ya había ocurrido. Esto, por la manera en que se hizo el anuncio, preestableciendo los montos y la calendarización.

Respecto de los argumentos que inclinaban la balanza en favor de una opción de política u otra, todos los Consejeros consideraron como un elemento relevante el riesgo de que la inflación persistiera en niveles elevados más allá de lo prudente, pues podría generar serios riesgos de desanclaje con los consecuentes costos de volver la inflación hacia su meta, mientras las desviaciones a la baja solo representarían una convergencia más rápida hacia la meta. Un Consejero señaló que, a su juicio, la convergencia a la meta no era todavía una realidad, y los riesgos inflacionarios no habían desaparecido. En su opinión, la incertidumbre acerca de los mecanismos que sustentaban la sostenida baja que se proyectaba para la inflación era alta. Por ello, y aunque creía que el balance de riesgos para la inflación podía no ser neutral, optaba por mantener la TPM en espera de obtener mayor información.

Otro Consejero, agregó que el patrón de propagación inflacionaria observada hasta ahora podía cambiar y favorecer una mayor persistencia de la inflación. Tampoco podía descartarse la presencia de nuevos *shocks* de oferta que afectarían a los precios de los alimentos o los combustibles. Indicó que, si ello ocurría, la política monetaria debería reaccionar. Por esa razón, apuntó, no podía descartar una nueva alza de la TPM, aunque, por el momento, la prudencia aconsejaba mantener la tasa de interés.

Un Consejero, indicó que en el escenario central del IPOM de mayo la inflación converge al centro del rango meta antes de ocho trimestres, con un balance de riesgos equilibrado, y una evolución de la TPM acorde con las expectativas de

mercado. Con ese diagnóstico, un aumento de la TPM en esta ocasión sólo podría justificarse como una medida preventiva. Primero, porque la convergencia hacia el centro del rango meta se daría desde un nivel de inflación anual muy elevado, por lo que el costo de un *shock* inflacionario versus el de uno deflacionario serían distintos aunque la probabilidad de uno u otro fuesen iguales. Así, aunque el balance de riesgos podría estar equilibrado para la inflación, esto no sería necesariamente cierto para el balance de costos de escenarios alternativos. Segundo, añadió el Consejero, porque el riesgo de desanclaje de expectativas, en su visión, sí estaría sesgado. Es decir, aunque las expectativas están bien ancladas, el riesgo de un desanclaje al alza sería mayor que el de uno a la baja. A pesar de esos argumentos, la actual coyuntura no justifica aumentos puramente preventivos de la TPM, los que deberían reservarse para situaciones especialísimas. De otra manera, se tornaría muy difícil para el Consejo dar señales para la formación de expectativas del sector privado y podría ser muy costosa la mayor volatilidad de las expectativas respecto de la política monetaria que generaría.

Otro Consejero agregó que de particular importancia sería la evolución que las presiones inflacionarias importadas, en especial la trayectoria de los precios de los alimentos y de los combustibles, así como su eventual impacto sobre la inflación futura, el que podría verse magnificado a través de una mayor propagación inflacionaria.

Otros Consejeros agregaron que, tomados en su conjunto, los factores internos y externos eran coherentes con una reducción gradual de la inflación y su convergencia a la meta en el horizonte de política, sin la necesidad de cambios significativos en el impulso monetario. Agregaron que ello sucedía además, en un contexto en que las condiciones crediticias internas eran algo más restrictivas —a juzgar por las recientes encuestas de crédito bancario—, lo que por sí solo, y sin necesidad de reducir el impulso monetario, estaba contribuyendo a la normalización de la demanda agregada. Uno de estos Consejeros señaló que, aunque un alza de la tasa se podría justificar principalmente por los elevados registros inflacionarios que se observaban, esto no significaba que la tendencia inflacionaria no fuera coherente con la convergencia gradual de la inflación hacia la meta, la que era una de las razones por las que la TPM se había mantenido sin cambios en los últimos meses.

Un Consejero agregó que un aumento de la TPM sería muy sorpresivo para el mercado, que esperaba unánimemente una mantención. A su juicio, aunque no correspondía validar siempre las expectativas de mercado, en este momento no se contaba con información adicional relevante respecto de lo que conoce el resto de los agentes económicos.

#### 4. Acuerdo

---

El Presidente señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Desormeaux y los Consejeros señores Marfán, Marshall y Claro acordaron por unanimidad mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,25%.