

Reunión de Política Monetaria

ENERO 2005

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

Reunión de Política Monetaria

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 72 celebrada el 11 de enero de 2005

Asiste el Presidente don Vittorio Corbo Lioi, el Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

Asiste también el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Se encuentran presentes los señores Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso; Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga; Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de antecedentes

La Gerencia de División Estudios presenta a los asistentes a la RPM los principales antecedentes económicos recopilados en el mes, los que en esta ocasión corresponden a la síntesis del Informe de Política Monetaria de enero del 2005.

Durante el segundo semestre del año pasado, el cuadro macroeconómico interno reflejó con más claridad, a través de los sectores productivos y los componentes de la demanda agregada, tanto las positivas condiciones externas como el impulso de la política monetaria. La actividad industrial acentuó el dinamismo que había mostrado durante la primera mitad del año, y en la formación bruta de capital desaparecieron

los rezagos de fines del 2003. El consumo privado se mantuvo robusto a pesar del alto precio de los combustibles y las exportaciones mostraron un renovado empuje. En el mercado laboral, luego de la debilidad percibida a mediados del año pasado, la ocupación volvió a crecer y la tasa de desocupación descendió, aunque esto último solo de manera paulatina, debido al aumento de la tasa de participación. Este cuadro, unido a la continuación de condiciones externas favorables y un impulso macroeconómico que persiste, anticipa un cierre algo más rápido de las holguras de capacidad que lo proyectado con anterioridad.

El incremento de los costos, en especial los laborales, ha sido tenue, mientras que la inflación subyacente, que excluye los precios de bienes y servicios más volátiles, ha exhibido en los últimos trimestres un aumento lento. Ello revela que la economía chilena ha podido acomodar los incrementos recientes de la demanda agregada sin inducir presiones inflacionarias indeseables, lo que lleva a esperar que las presiones de precios derivadas de la descompresión de márgenes sean menos intensas que lo anticipado. El Consejo estima que este contexto ha permitido continuar con una normalización pausada de la política monetaria, congruente con una convergencia gradual de la inflación proyectada del IPC a 3%.

En el plano internacional, el 2004 terminó siendo muy positivo para Chile, gracias al fuerte crecimiento mundial, el alto precio del cobre y buenas condiciones financieras. El panorama central considerado en este Informe incorpora un escenario propicio para la economía mundial hacia el 2005 y el 2006, con una desaceleración paulatina de la actividad global que refleja la disipación de los efectos del impulso monetario y fiscal de años recientes y el impacto del elevado precio del petróleo. Esto último no debería persistir, esperándose una reducción gradual del precio de los combustibles. También se espera una tendencia a la baja en el precio del cobre, en la medida en que disminuya el notable crecimiento de la demanda por el metal y se materialicen incrementos de capacidad. Adicionalmente, este panorama considera un acomodo gradual y sin sobresaltos de los desequilibrios macroeconómicos de las principales economías.

De hecho, la fuerte y reciente depreciación adicional del dólar es un fenómeno que puede vincularse a una mayor preocupación por estos desequilibrios en los mercados financieros internacionales. A pesar de lo anterior, y de las alzas de la tasa de política monetaria que está implementando la Reserva Federal, no se han alterado, por ahora, las favorables condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes. Estas se aprecian en márgenes (spreads) que se encuentran en mínimos históricos y reducidas tasas de interés de largo plazo en el mundo desarrollado.

Se estima que el elemento principal tras los movimientos cambiarios de los meses recientes ha sido esta pérdida de valor del dólar estadounidense frente a la mayoría

de las monedas del mundo. En este contexto, y desde el último IPOM, el peso chileno se ha apreciado 8,7%, 4,0% y 1,5% respecto del dólar, el yen y el euro, respectivamente. En suma, el peso ha tenido una menor apreciación multilateral, tanto real como nominal. Una vez que se toman en cuenta los efectos de las paridades en el mundo sobre precios de materias primas de exportación (commodities) y actividad global, no se considera que la depreciación real del dólar en el mundo traiga necesariamente aparejada una importante apreciación real del peso en el largo plazo, sobre todo considerando los exiguos flujos netos de capitales hacia economías emergentes.

Internamente, la mantención de un importante estímulo monetario se advierte en las tasas de crecimiento de los distintos agregados monetarios y crediticios, en las estimaciones del nivel real de la tasa de interés de política, así como en las brechas entre ésta y distintas estimaciones de la tasa de interés real que prevalecería en condiciones de pleno empleo. Sin embargo, el estímulo monetario parece haber dejado de profundizarse en lo que se refiere a las condiciones financieras que enfrentan los hogares, donde ya se detectan algunos incrementos de las tasas de interés de créditos de consumo y de vivienda respecto de los niveles de septiembre. En las empresas se ve un mayor dinamismo, apoyado por la demanda de financiamiento para la inversión. Las medidas de compensación inflacionaria que se deducen del diferencial de tasas de interés nominales y reajustables de mediano y largo plazo continúan en niveles algo por debajo de los observados al cierre del IPOM de septiembre, en torno a 2,3%. Como ha sido habitual, las primas de riesgo incluidas en estas medidas de compensación inflacionaria están afectadas por los movimientos cambiarios, del precio del petróleo y de la inflación misma. No se estima que estos vaivenes indiquen expectativas de inflación implícitas en los precios de activos financieros significativamente distintas de 3% a mediano y largo plazo. De hecho, las distintas encuestas a analistas ubican la inflación esperada a dos años plazo en torno a 3%, el centro del rango meta de inflación.

La demanda interna mostró durante el segundo semestre del 2004 una aceleración respecto del primero, empujada principalmente por un sostenido dinamismo de la formación bruta de capital fijo. La aceleración de la inversión se ha apreciado más marcadamente en el componente de maquinaria y equipos, el que parece ser bastante generalizado a través de sectores económicos y tipos de bienes de capital. Las mejores perspectivas empresariales y los buenos resultados del tercer trimestre apoyan este mayor dinamismo de la inversión, con lo que se ha disipado plenamente el rezago que mostraba este componente del gasto un año atrás. La mayor demanda de financiamiento corporativo que ha conllevado este dinamismo de la inversión ha sido satisfecha con el acceso a fuentes internas, incluyendo recursos propios de las empresas.

Por otro lado, la evidencia disponible indica que el consumo privado, luego de la significativa expansión observada hasta mediados de año, se mantuvo robusto a pesar del aumento transitorio del precio de los combustibles. La caída del precio internacional del petróleo respecto de los niveles máximos de mediados de octubre, junto con el mayor dinamismo de la ocupación, el repunte de la confianza de los hogares y las aún expansivas condiciones financieras, anticipan para los próximos trimestres un mayor dinamismo de este componente del gasto.

La mantención de la regla fiscal en un contexto de importante repunte de los ingresos, tanto por la aceleración del crecimiento económico como por el nivel del precio del cobre, ha redundado en un incremento sustancial del ahorro público y en un superávit fiscal que se estima superó el 2% del PIB en el 2004. En términos consolidados, la deuda neta del Gobierno Central y del Banco Central habría llegado a cerca de 5% del PIB a fines del 2004, desde 7,4% a fines del 2003. El presupuesto para el 2005 conlleva un mayor incremento del gasto público que el ejercicio anterior, en el marco de la aplicación de la regla fiscal actual, lo que añadirá un moderado empuje al impulso macroeconómico que seguirá proveyendo la política monetaria.

De esta manera, el mayor nivel de los términos de intercambio ha contribuido a un incremento del ahorro público y nacional incluso mayor que el sustancial crecimiento de la inversión, con lo que se consolidó un escenario de superávit en cuenta corriente para el 2004.

Por el lado de la actividad, el mayor crecimiento se aprecia fundamentalmente en la industria, aunque el comercio ha continuado también en una trayectoria dinámica. Este desempeño industrial no obedece a un comportamiento de subsectores o empresas específicas sino que, por el contrario, es un fenómeno que se generalizó en el curso del año. Por otra parte, en el 2004 la producción minera experimentó un aumento sustancial, gracias a la maduración de proyectos de envergadura, junto con la superación de problemas técnicos de principios de año. No se espera que este ritmo de crecimiento en este sector se repita este año, ya que los incrementos de capacidad en carpeta solo madurarán hacia el 2006 y 2007.

Durante la segunda mitad del año, el mercado laboral comenzó a mostrar mayor dinamismo, como corroboran las diferentes fuentes de información disponibles. Esto disipa parte importante de la heterogeneidad evidente en las cifras del IPOM de septiembre. Más allá de la volatilidad observada a mediados de año y de efectos estacionales, la información disponible para el 2004 sitúa la ocupación significativamente por encima de su nivel del 2003, lo que se asocia al importante incremento del empleo asalariado. Esto, junto con el incremento de la participación femenina y la composición de la desocupación, permiten concluir que la aún alta tasa de desempleo no es indicativa de una debilidad generalizada en el mercado laboral.

Al igual que en años recientes, en el corto plazo los vaivenes de la actividad y el gasto modifican de manera relativamente leve las estimaciones de capacidad productiva. Por ello, la acumulación de noticias no ha modificado sustantivamente el escenario de mediano plazo más probable para el crecimiento de tendencia de la economía. La trayectoria previsible de la productividad total de factores, junto con el incremento de la tasa de inversión, permiten que el crecimiento del PIB de tendencia pase desde aproximadamente 4% anual en el 2004 hasta tasas más cercanas a 5% anual hacia fines del horizonte de proyección.

Así, luego de que el PIB creciera en torno a 5,8% el 2004, la economía chilena debería alcanzar tasas de crecimiento entre 5 ¹/₄ y 6 ¹/₄% el 2005, para experimentar luego una suave desaceleración el 2006, copando gradualmente las holguras de capacidad que aún persistan. La demanda interna crecería bastante más que el PIB, de forma que el superávit en cuenta corriente se disiparía de manera paulatina el 2005 y 2006, situación que también se vería influida por una normalización de los términos de intercambio.

Como ha sido la tónica en los años recientes, la volatilidad del precio de los combustibles y del tipo de cambio ha tenido una incidencia transitoria en la inflación del IPC, mediante sus efectos directos y en las tarifas reguladas. Aunque los movimientos del cambio bilateral peso/dólar inciden de manera mecánica en diversos precios y tarifas reguladas, su incidencia en la inflación de mediano plazo es acotado en la medida que ello no responda a cambios persistentes en la paridad real multilateral del peso. En un escenario en que esta última variable no presente modificaciones en el largo plazo, no se debería esperar que cambios en la paridad del dólar en los mercados internacionales tengan efectos duraderos en las presiones inflacionarias en Chile.

Durante los últimos trimestres, las medidas de inflación subyacente han evolucionado por debajo de lo inicialmente previsto, diferencia que se redujo a algunas décimas desde el IPOM de septiembre. Esta dinámica ha sido el resultado de menores presiones de precios derivadas de la descompresión de márgenes y a una trayectoria atenuada de los costos laborales unitarios. Ello se relaciona con un incremento acotado de las remuneraciones nominales, con un crecimiento de la productividad del trabajo que sigue siendo significativo y con un repunte muy moderado de los precios al productor. Todo ello permitió que el ritmo de convergencia de la inflación del IPC al rango meta haya sido gradual.

De esta forma, el comportamiento previsible de los costos laborales unitarios y la débil evidencia de presiones de márgenes en la economía como un todo, llevan a prever que las presiones inflacionarias en el curso del 2005 serían más limitadas que las anteriormente estimadas. A esto se agregan las reducciones esperables del

precio de los combustibles, con lo que la inflación del IPC proyectada para el 2005 se mantendrá cercana a la parte inferior del rango meta, incluso posiblemente por debajo de 2% durante una parte del año.

Hacia el mediano plazo, sin embargo, el cierre de holguras más rápido que lo anticipado compensará esas menores presiones de precios, por lo que el panorama inflacionario hacia fines del horizonte de proyección no difiere mayormente del previsto en el IPOM de septiembre. De esta manera, y entre otros factores como resultado del proceso de normalización paulatina del impulso monetario, la inflación del IPC alcanzaría 2,8% en promedio durante el 2006 y 3,3% a fines del horizonte de proyección. Esto, gracias a que la tendencia inflacionaria subyacente continuaría con un ritmo de incremento similar al que mostró en el 2004, luego de la desaceleración de fines del 2003, superando levemente 3% hacia el 2006. En este contexto, el Consejo estima que, en el escenario central, podrá continuar con un ritmo pausado de normalización de la política monetaria, cuya velocidad precisa dependerá de los antecedentes que se vayan acumulando en el tiempo. Como supuesto de trabajo, las proyecciones contenidas acá se realizan suponiendo una trayectoria para la tasa de política monetaria que aumenta a un ritmo levemente superior que el implícito en los precios de activos durante las últimas dos semanas, y congruente con una convergencia gradual de la inflación del IPC a 3%.

Los principales escenarios de riesgo están asociados a la forma como evolucione la economía mundial en los próximos años. La gradual desaceleración de la actividad global puede ser más abrupta que lo anticipado, especialmente en el contexto de un ajuste intenso y desordenado de las cuentas corrientes, tasas de interés y monedas de las principales zonas económicas. El mercado internacional del petróleo sigue siendo estrecho y persiste el riesgo de problemas geopolíticos, por lo que es posible que la trayectoria del precio del petróleo difiera de la considerada en el escenario base de proyección, o que sus efectos contractivos sobre la economía mundial sean mayores que los considerados hasta ahora. En todo caso, a diferencia de años recientes, la mayor fortaleza financiera que muestran las economías emergentes, incluyendo Chile, las hace menos vulnerables a estos eventos.

Internamente, se considera que las mayores incertidumbres dicen relación con la posibilidad de que la actividad y el gasto interno continúen reaccionando con más intensidad que la prevista a las buenas condiciones macroeconómicas actuales. El escenario central contempla que las sorpresas de actividad de los últimos meses no se repiten. Sin embargo, el importante incremento que siguen mostrando los diversos agregados monetarios puede ser indicativo de que este dinamismo persista. Tampoco se puede descartar que el mejor tono del mercado laboral, las perspectivas de mayor crecimiento futuro o las expectativas más positivas incidan en un mayor dinamismo del consumo y de la inversión que el considerado como más probable.

Por el lado de precios y costos, es posible delinear escenarios alternativos en que las presiones de márgenes lleven a una aceleración de los precios subyacentes mayor que la contemplada en el escenario base. Asimismo, queda por verse qué efectos tendrá el recorte de la jornada laboral sobre el cuadro macroeconómico. También cabe considerar escenarios en que el tipo de cambio sufre una apreciación adicional a la observada hasta ahora, por ejemplo por una depreciación adicional del dólar en los mercados internacionales. Finalmente, se estima que, más allá de su efecto en sectores particulares, las vicisitudes en la disponibilidad de gas natural argentino, incluso si son de magnitud similar a las del año pasado, no tendrían implicancias macroeconómicas significativas.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

El Presidente señor Corbo ofrece la palabra para los asistentes a la Reunión de Política Monetaria para que comenten la presentación de antecedentes y noticias económicas realizada por la Gerencia de Estudios.

Se discute respecto de si los diferenciales de tasas de interés nominal y reajutable efectivamente pueden interpretarse como que el mercado cree que el promedio de la inflación de los próximos 10 años va a ser 2,5%. Frente a ello, se indica que las primas por riesgo que tienen los distintos bonos fluctúan bastante, siendo para algunos inversionistas institucionales más seguro mantener activos en UF, debido a sus compromisos, mientras que existen otros inversionistas que se financian en el corto plazo en parte con instrumentos nominales y que por tanto tienden a castigar los instrumentos en UF exigiéndoles una compensación menor.

Un participante señala que, a su entender, el proceso de reacceleración actual de la actividad ha sido un poco más intensivo en inversión y el consumo ha sido un poco más estable. Otro participante responde que ello efectivamente es así desde mediados del año 2004, pero debido a la rápida normalización de la inversión, la cual parecía estar rezagada de forma anómala con relación a la etapa del ciclo. Esto último se había indicado en algunos Informes de Política Monetaria pasados.

Un tema que se toca en la discusión es el relativo a la dificultad de evaluar los movimientos de la tasa de desocupación dado que en la actual coyuntura la fuerza de trabajo ha fluctuado de manera significativa por razones que pueden ser tanto económicas como demográficas. Frente a ello, un participante señala que un concepto útil en este sentido es la tasa de ocupación, la que está menos contaminada por los vaivenes de la participación de los distintos géneros y grupos de edad. De hecho, se indica que la participación masculina ha tenido una tendencia desde el año 1995 de caída bastante sostenida, mientras que la participación femenina ha aumentado fuertemente, superando el punto más alto que se dio antes del año 2001.

A continuación se discute extensamente acerca de los aspectos metodológicos asociados a la estimación del producto potencial. En primer lugar, se señala que frente a un cierre de holguras que sea más rápido que lo esperado, es razonable suponer que, si todo lo demás se mantiene constante, el ritmo de normalización de la política monetaria debiese ser más rápido. Dentro de los considerandos a tomar en cuenta se indica, por ejemplo, la tasa de interés neutral así como la importancia del juicio de las autoridades. En segundo lugar, se indica que la mayor tasa de inversión que se observó durante el 2004 y que se espera para el 2005 indudablemente incrementa tanto el nivel como el crecimiento de la capacidad productiva, o PIB potencial, pero que las magnitudes de estos efectos son pequeñas. En tercer lugar, se indica que los escenarios de proyección del PIB efectivo y del PIB potencial están íntimamente ligados, lo que dificulta el supuesto de que se pueda modificar uno de manera significativa sin que se cambie el otro.

2. Opciones

El Presidente del Banco Central solicita a la División de Estudios que presente las distintas opciones de política monetaria.

2.1 Presentación de las opciones

En la reunión de política monetaria de diciembre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 2,25%. Con los antecedentes disponibles se concluía que, a diferencia de los meses previos, la actividad no tenía una aceleración adicional que las medidas de la tendencia inflacionaria seguían aumentando lentamente desde niveles reducidos y que el ritmo de aumento de los costos seguía siendo acotado. Se consideró que tanto subir como mantener la tasa de política monetaria era coherente con la estrategia de normalización pausada de la política monetaria, la cual no cambiaba con la información disponible. Se decidió que mantener la tasa era apropiado para justamente remarcar la gradualidad del proceso de normalización. En el comunicado respectivo, el Consejo reafirmó que, en el escenario más probable, continuaría reduciendo pausadamente el marcado estímulo monetario prevaleciente, de manera de mantener una trayectoria esperada para la inflación en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política.

Los antecedentes acumulados desde la última reunión dan cuenta de que continúan las principales tendencias observadas en la economía nacional en los últimos meses, con una inflación acotada y una actividad más dinámica, todo ello en un entorno internacional favorable. En efecto, las cifras de crecimiento económico continúan siendo altas y han sido algo superiores a las proyectadas. La inversión sigue aumen-

tando y mantiene la tendencia de los últimos meses y, más allá de temas de registro de alta frecuencia, las exportaciones siguen creciendo con fuerza. La creación de empleo ha confirmado su dinamismo de los últimos tres meses y se aprecian expectativas positivas. En paralelo, las medidas de la tendencia inflacionaria siguen repuntado desde niveles reducidos, aunque la inflación subyacente IPCX1 una vez más se situó marginalmente bajo lo presupuestado. El ritmo de aumento de los distintos costos sigue siendo sorprendentemente acotado, en particular los costos laborales unitarios privados, que caen en 12 meses en lo más reciente (y pesan casi 75% en la estructura de costos del IPCX1), y el tipo de cambio multilateral, que tuvo una disminución real cercana a 2,5% desde la última reunión (y pondera poco menos de 10% en ese mismo indicador). Finalmente, las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen por debajo de 3%, en particular la compensación inflacionaria en instrumentos financieros a distintos plazos.

De acuerdo con las proyecciones preparadas para el Informe de Política Monetaria, este cuadro de dinamismo del sector real, de inflación reducida aunque aumentando gradualmente, e incremento tenue de los costos implica que la inflación continuará siendo baja en el corto plazo, pero aumentará progresivamente más adelante. En particular, se espera que, en promedio, la inflación se ubique en el piso del rango meta en los próximos cuatro trimestres, para aumentar hacia 3% el año siguiente. Todo ello bajo el supuesto de trabajo de un aumento paulatino de la tasa de política monetaria. Los antecedentes acumulados, por lo tanto, no parecen suficientes como para modificar la estrategia de normalización pausada de la política monetaria. De hecho, la trayectoria de la tasa de política monetaria implícita en las proyecciones no difiere mayormente de la considerada en las proyecciones de septiembre pasado.

Con estos antecedentes, y al igual que en los últimos meses, se puede descartar la opción de disminuir la tasa de interés, por lo que a continuación se analizan las opciones de mantenerla o aumentarla.

Por un lado, la opción de mantener la tasa de política monetaria podría justificarse si se evalúa necesario una normalización más lenta a la contemplada en el escenario central de proyecciones, o incluso postergarla por un tiempo. Esto porque dos meses consecutivos sin aumentos no parecen coherentes con el ritmo utilizado como supuesto de trabajo en las proyecciones actuales, e incluso se alejan de lo implícito en las tasas de interés de mercado para el mediano plazo, salvo que se considere como probable hacer aumentos significativos de la tasa de política monetaria más adelante, lo cual es en principio poco deseable. Sin aumentos más bruscos más adelante, una estrategia de normalización postergada implicaría una proyección de inflación en el escenario central más elevada, por encima de 3% para el mediano plazo, lo que hace poco recomendable esta opción.

Por otro lado, se podría argumentar a favor de un aumento mayor a 25 puntos base, tomando en cuenta el dinamismo que está exhibiendo la economía, el que se acompaña con un considerable impulso monetario (refrendado en una tasa de interés real cercana a cero en un plazo de un año y un marcado crecimiento del crédito y de los agregados monetarios), y el hecho de que varios de los escenarios de riesgo configuran un balance posiblemente sesgado al alza hacia la inflación, especialmente en el mediano plazo. A ello se agrega que no es evidente que un aumento de esta magnitud sea contradictorio con el ritmo de normalización supuesto en las proyecciones, si más adelante hay pausas. Sin embargo, es discutible que un aumento como éste pueda entenderse como parte de un proceso pausado, especialmente después de que se mantuvo la tasa de política monetaria en condiciones que apuntaban a un panorama de mediano plazo similar al que se enfrenta en esta reunión. Por lo tanto, sería una dosis que, por coherencia temporal, parece excesiva. Además, en caso de estimarse como adecuada, es posible de repartir en más de una reunión.

Finalmente, un aumento de 25 puntos base en esta reunión es coherente con el ritmo de normalización considerado en las proyecciones, el que permite mantener la inflación proyectada en torno a 3% en el horizonte habitual de política.

Respecto de elementos de táctica, cabe mencionar que, dependiendo de la encuesta, una parte importante o una mayoría relativa del mercado y analistas, no espera un aumento en esta reunión, lo cual es una situación que se previó en la reunión de un mes atrás. Sin embargo, una eventual mantención de la tasa de política monetaria podría reafirmar una percepción errónea de que se persigue una normalización más lenta del estímulo monetario, o, aún peor, que una alta inflación mensual es un requisito previo a aumentar la tasa, cuando lo relevante para esta decisión son las proyecciones de mediano plazo. En todo caso, dadas las expectativas prevaletentes, cabe suponer que un alza de 25 puntos base tendrá algunos efectos en precios financieros, en el sentido opuesto a los que tuvo la decisión de la reunión pasada, cuando se esperaba un alza. Sin embargo, en la medida en que se mantenga la percepción de que la trayectoria de normalización seguirá siendo pausada y no ha cambiado mayormente, las magnitudes involucradas deberían ser acotadas.

2.2 Análisis y comentarios de las opciones

Un participante señala que, a su entender, considerar un aumento mayor a 25 puntos base le parece claramente superior a la dosis que se ha conversado en reuniones de política monetaria recientes. En particular, no estima que existan antecedentes entre la reunión pasada y ésta que sustenten dar al mercado la percepción de que este aumento es probable.

Otro participante indica que no es primera vez en los últimos meses en que se plantean estas mismas opciones, mientras que un tercer participante opina que existe un número amplio de trayectorias pausadas posibles para la tasa de política monetaria, todas ellas de efectos similares, pero que pueden diferir respecto de tener secuencias de movimientos de tasas más intensos al principio o al final de dichas trayectorias. En este sentido, se señala que, en esta opinión, por los riesgos que se presentan dado el mayor crecimiento del producto, no es poco razonable evaluar la posibilidad de poder acelerar en algo ese ajuste y dejar una pausa para algún período posterior.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

Un Consejero comparte la opinión de que no hay elementos de sorpresa significativos respecto de la reunión de política monetaria anterior. En este contexto, las mismas consideraciones tácticas que motivaron mantener la tasa de política monetaria en 2,25% en la reunión anterior, aconsejan elevarla en 25 puntos base en esta oportunidad, de forma de aportar señales al mercado respecto del significado de un ritmo pausado. A su entender la opción de un alza mayor debería descartarse tal como se hizo con una reducción de la tasa, ya que ambas alternativas configurarían un quiebre en el camino trazado. En todo caso, se señala que es necesario reiterar que la normalización de la economía requiere de una normalización del elevado impulso monetario actual.

Otro Consejero señala que la economía chilena continúa enfrentando un favorable entorno externo y una clara expansión de la actividad económica, panorama que lleva a que el nivel actual de la tasa de política monetaria no sea sostenible en el tiempo. Se indica que un alza de 25 puntos base de la tasa de política monetaria es consistente con la estrategia de retiro pausado de las condiciones expansivas prevalecientes y el tránsito gradual a una tasa de política más neutral. Esta decisión permitiría dejar atrás una tasa real de política negativa como la prevaleciente bajo las condiciones actuales, permitiendo además indicar al mercado que las decisiones de política monetaria no son tomadas sobre la base de hechos puntuales de un mes en particular que afectan la inflación y el crecimiento, sino en cómo estos antecedentes van o no modificando las tendencias y perspectivas que marcan el horizonte mediano y largo que interesan como Consejo.

Otro Consejero reconoce dos tendencias que se han ido reforzando en los últimos meses, cuales son una actividad más dinámica y una inflación que en el corto plazo se ha mantenido acotada. Frente a ello, indica que la estrategia de normalización pausada no es consistente con la mantención de la tasa de política monetaria en esta reunión, debido a que ello conllevaría dos riesgos. El primero, que se confunda

la estrategia del Consejo del Banco Central, creyéndose que éste reacciona frente a choques de oferta y que va a esperar a tener un alza en la inflación efectiva antes de elevar su tasa de política monetaria. El segundo, que posteriormente se deba alterar la estrategia de ajuste pausado optando por un cambio brusco de la tasa de política monetaria. Por lo anterior, señala que es partidario de realizar un ajuste moderado en la tasa de política monetaria de 25 puntos base en esta reunión.

Otro Consejero expresa que tal como indicó en la reunión de política monetaria de diciembre, en el caso de no subir las tasas ese mes, lo más probable es que se debiese hacerlo en enero. No ha habido sorpresas significativas ni en materia inflacionaria ni por el lado de la actividad que le hagan cambiar dicha evaluación. Por lo tanto cree que en esta reunión lo recomendable es subir la tasa de interés en 25 puntos base.

Otro Consejero señala que en el escenario más probable las holguras de capacidad se seguirán reduciendo y a un ritmo más rápido que el previsto con anterioridad. Como resultado, aumenta el riesgo de que hacia el final del horizonte de proyección la inflación supere en forma holgada el centro del rango meta. En estas circunstancias, con una tasa de política monetaria muy por debajo de cualquier estimación de una neutral, lo más aconsejable es continuar con el proceso de normalización de la política monetaria, lo que hace más probable que se pueda continuar con una reducción pausada del marcado estímulo monetario.

Algunos Consejeros señalaron que continuar el proceso gradual de acercar la tasa de política monetaria a la neutral provee una suerte de seguro contra aumentos más abruptos y costosos de la tasa en el futuro, dejando en buen pie para seguir evaluando en el futuro nuevas políticas coherentes con este entorno más dinámico.

Varios Consejeros indicaron que las decisiones de política son condicionales al escenario central que se tiene sobre la evolución de la inflación y sus principales determinantes en los próximos meses y, por lo tanto, no constituyen un compromiso de política futuro. Así, el mencionar una estrategia de normalización de la tasa de política monetaria no debe implicar, bajo ningún punto de vista, que el Consejo está asumiendo compromiso respecto de sus decisiones en futuras reuniones de política monetaria.

3. Acuerdo

El Consejo, por unanimidad, acuerda aumentar la tasa de interés de política monetaria hasta 2,5% anual.