

Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2010

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°161, celebrada el 14 de octubre de 2010.

Asisten el Presidente don José De Gregorio Rebeco, el Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

Asiste el Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali; el Gerente de División Estudios, don Luis Óscar Herrera Barriga; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán de Ramón Acevedo; el Gerente de Política Financiera, don Kevin Cowan Logan; el Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa; el Gerente de Investigación Económica, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; el Gerente de Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Luis Opazo Roco; el Gerente de Investigación Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander; el Gerente de Análisis Internacional Subrogante, don Felipe Jaque Sarro; la Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria Subrogante, doña Tatiana Vargas Manzo; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Rodrigo Cerda Norambuena; la Economista Senior doña Erika Arraño González; el Economista don Felipe Labbé Castillo; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

Tanto los antecedentes como la presentación preparada por la Gerencia de División Estudios, basada en información públicamente disponible, puede ser consultada en la página web del Banco^{1/}.

^{1/} <http://www.bcentral.cl/politicas/reuniones-politica-monetaria/index.htm>

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se debatió acerca de las diferencias entre las tasas de crecimiento de las economías desarrolladas y de las emergentes. En particular, respecto de la vulnerabilidad de las proyecciones de crecimiento mundial si las economías desarrolladas mantenían un desempeño débil por un tiempo prolongado. Además, se destacó que los recientes ajustes a la baja en las proyecciones de crecimiento mundial de diversos agentes tenían su origen principalmente en el magro desempeño esperado para Estados Unidos.

Se discutió acerca del contraste entre la debilidad de la actividad en Estados Unidos y la evolución de diversos indicadores financieros. Así, aunque las perspectivas de crecimiento de esta economía se habían ido ajustando a la baja, las bolsas habían subido desde septiembre, las primas por riesgo se habían mantenido e, incluso, habían caído en algunos casos y la volatilidad en los mercados era menor. Se indicó que quizás el escenario que se estaba enfrentando era uno más desfavorable, pero con menos incertidumbre. También se mencionó que detrás de los precios de los activos financieros podía estar la expectativa generalizada de un nuevo relajamiento cuantitativo en Estados Unidos.

Parte del debate se refirió a la reciente apreciación del peso respecto del dólar y su origen. En particular, se analizó la depreciación del dólar en los mercados internacionales, el aumento del precio del cobre y otras materias primas de relevancia para Chile, los flujos en el mercado de *forwards* cambiarios, la evolución de los diferenciales entre las tasas de interés locales y extranjeras, en los distintos plazos e instrumentos de mercado, los flujos de capitales internacionales hacia la economía chilena y la política fiscal. También se discutieron algunas de las consecuencias de la apreciación del peso sobre algunos componentes de la inflación.

2. Opciones

Desde la reunión anterior se habían producido novedades en el escenario internacional, el tipo de cambio y la inflación. Estos antecedentes llevaban a proponer como opciones relevantes para esta reunión: (i) un incremento de 50 puntos base (pb) de la Tasa de Política Monetaria (TPM), o (ii) un aumento de 25pb de la TPM, moderando el ritmo de normalización de la política monetaria.

La estrategia de normalización monetaria contemplada en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre se basaba en un escenario en que, por una parte, la economía chilena estaba y continuaría cerrando con rapidez las brechas disponibles

de capacidad. Por otra parte, en que la inflación experimentaría una normalización al alza, que durante algunos meses la llevaría a la mitad superior del rango de tolerancia, para luego converger hacia el 3% anual. Desde la publicación del IPoM a la fecha, los antecedentes habían validado el primero de estos elementos, esto es, la velocidad de cierre de las brechas, pero no el segundo, la intensidad del repunte de la inflación.

Los antecedentes relativos a la evolución de la actividad sugerían continuar subiendo la TPM al mismo ritmo que en reuniones anteriores, a lo que se sumaba el reciente repunte en los precios internacionales de materias primas. Sin embargo, los antecedentes relacionados con el comportamiento reciente de la inflación, la moderación de las expectativas inflacionarias privadas, la apreciación del peso y el debilitamiento de las proyecciones para las economías desarrolladas sugerían una moderación del ritmo de aumento de la TPM.

En los últimos meses, los registros de inflación habían evolucionado algo por debajo de lo anticipado. Se observaba, además, una reducción de las expectativas inflacionarias privadas de corto y mediano plazo, centrándose estas en torno a 3%. Este comportamiento coincidía con la reducción de la tendencia inflacionaria en las economías desarrolladas y la apreciación del peso. Desde la última RPM, el peso se había apreciado respecto del dólar y, en menor medida, respecto de las monedas de los socios comerciales. Esta apreciación del peso, de mantenerse, probablemente también contribuiría a retrasar las presiones inflacionarias.

Por otro lado, las presiones inflacionarias internas, asociadas al cierre de las holguras, aún eran moderadas. En particular, el dinamismo de la creación de empleo había estado acompañado de una respuesta muy elástica de la participación laboral, sin una aceleración significativa de los salarios nominales. Finalmente, un debilitamiento del crecimiento en las economías desarrolladas también podría ser un riesgo para la continuidad y sustentabilidad del crecimiento de las economías emergentes.

Los elementos anteriores recomendaban aminorar el ritmo de retiro del estímulo monetario y subir la TPM en 25 pb en esta oportunidad, llevándola a 2,75% anual. Esta era la alternativa esperada por la mayoría de los analistas, aunque, a diferencia de reuniones anteriores, existía un menor grado de consenso respecto de ella.

Sin embargo, bajo cualquiera de las opciones planteadas, la TPM resultante aún era expansiva, por lo que en reuniones futuras probablemente sería necesario continuar retirando estímulo monetario de la economía. La calibración de este proceso requeriría tomar en cuenta la experiencia histórica de la economía chilena, pero también el menor nivel que se anticipaba para las tasas internacionales, reales y nominales, con relación a sus promedios históricos.

3. Decisión de política monetaria

En el ámbito externo, todos los Consejeros destacaron la heterogeneidad del crecimiento entre regiones y el contraste entre las débiles perspectivas para las economías desarrolladas y el dinamismo de los países emergentes. Todos los Consejeros mencionaron la posibilidad de que se impulsaran medidas adicionales de expansión monetaria, especialmente tras las declaraciones de personeros de la Reserva Federal de Estados Unidos. Todos coincidieron en la intensificación de las tensiones cambiarias ante la depreciación generalizada del dólar en los mercados internacionales. La prolongación de un escenario de tasas de interés muy bajas en el mundo desarrollado podría intensificar los flujos de capital hacia las economías emergentes y la tendencia hacia la apreciación de sus monedas. A juicio de un Consejero, el ajuste incompleto en las monedas de algunos países con una posición cíclica fuerte había puesto gran presión sobre las monedas de otros países con tipo de cambio flotante. La heterogeneidad del ajuste podría tener efectos negativos sobre la actividad y la estabilidad financiera en las economías emergentes. Un Consejero agregó que las tensiones cambiarias podrían abrir paso a medidas proteccionistas en varios países. Algunos Consejeros rescataron que los precios de las materias primas continuaban en niveles altos, con un desempeño muy destacado del cobre.

Varios Consejeros enfatizaron que la continuación de una recuperación débil de las economías desarrolladas era un factor de riesgo para las economías emergentes, tanto por sus implicancias para la demanda global como por las tensiones financieras y cambiarias que esto podría seguir causando. Este era un riesgo relevante, incluso para países con una posición financiera favorable, como era el caso de Chile. Un Consejero agregó que habían aparecido ciertas señales de moderación en la recuperación de las economías emergentes. Otro Consejero destacó que, recientemente, varias economías emergentes habían moderado o detenido sus procesos de normalización monetaria.

En el ámbito nacional, varios Consejeros indicaron que los antecedentes recientes de demanda y actividad mostraban cierto grado de moderación en su dinamismo, confirmando el escenario base del IPoM para estas variables. Un Consejero comentó que el impulso provenía principalmente del consumo privado y la inversión, apoyado por una marcada recuperación del empleo y la confianza, tanto de los hogares como de las empresas, y por la normalización de las condiciones crediticias. Un Consejero mencionó que algunos indicadores entregaban señales de una mejora en el sector construcción, lo que estaba dentro de lo esperado.

Respecto de la inflación, todos los Consejeros manifestaron que las noticias recientes mostraban que había tenido un comportamiento más contenido que

el esperado. En opinión de un Consejero, esta evolución permitía mayores grados de libertad para calibrar la velocidad del retiro del impulso monetario. Varios Consejeros enfatizaron el ajuste a la baja de las expectativas privadas de inflación. Un Consejero destacó que el vigor del empleo no se había visto reflejado en aumentos de las presiones salariales.

Un Consejero expresó que, a su parecer, los bajos registros de inflación podían verse reforzados por la apreciación del peso observada en las últimas semanas. Sin embargo, en sentido inverso operaba el crecimiento que seguía mostrando la actividad y demanda interna, y el cierre de las brechas en el uso de los recursos.

Todos los Consejeros destacaron que el tipo de cambio se había apreciado en términos nominales y, en menor medida, en términos reales. Esta trayectoria era similar a la observada en otros países en condiciones cíclicas y estructurales similares y, por tanto, obedecía a la fortaleza de la economía en relación con el mundo desarrollado, el mayor precio del cobre y los mayores flujos de capitales. Un Consejero indicó que algunas medidas del diferencial de tasas de interés se habían intensificado desde la RPM anterior.

Otro Consejero señaló que, sin dejar de reconocer las objetivas dificultades que la situación cambiaria representaba para algunos sectores del país, en su opinión, resultaba difícil argumentar la existencia de un desalineamiento cambiario considerando las actuales condiciones macroeconómicas internas y externas.

Varios Consejeros plantearon que la reciente apreciación del tipo de cambio contribuiría a reducir las presiones inflacionarias, lo que debía ser tomado en cuenta por la política monetaria.

Todos los Consejeros coincidieron en que, en esta oportunidad, era apropiado moderar el proceso de normalización de la política monetaria, tomando en cuenta la evolución del escenario internacional, las acotadas presiones inflacionarias y la apreciación del tipo de cambio. Algunos Consejeros señalaron que las expectativas de mercado estaban divididas respecto del ritmo de ajuste en esta reunión. Un Consejero indicó que mantener la TPM también podría haber sido una opción relevante en esta oportunidad.

Varios Consejeros destacaron que la política monetaria continuaba en una posición expansiva, por lo que en el futuro sería necesario continuar retirando estímulo monetario, aunque a un ritmo más gradual que el implementado en reuniones anteriores. Varios Consejeros señalaron que la estrategia futura de normalización de la TPM debería tomar en cuenta el cambio observado en las condiciones monetarias externas y las menores tasas de interés internacionales.

Un Consejero argumentó que la eventual postergación del cierre de brechas en el mundo desarrollado —especialmente en Estados Unidos— y las perspectivas de baja inflación en el mediano plazo en esas economías, continuarían afectando las tasas de interés y las perspectivas de la política monetaria en tales economías. Por ello, la trayectoria de la política monetaria interna no debía ser inmune a lo que pasaba en el resto del mundo. De otra manera, el tipo de cambio y la cuenta corriente a precios de tendencia de Chile podrían alejarse de lo que sería una trayectoria hacia un equilibrio sostenible en el largo plazo.

4. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor De Gregorio, del Vicepresidente señor Marfán y de los Consejeros señores Marshall, Claro y Vergara, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 2,75% anual.