

Reunión de Política Monetaria

ABRIL 2011

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°169, celebrada el 12 de abril de 2011.

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 Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; el Gerente de División Estudios, don Luis Óscar Herrera Barriga; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán de Ramón Acevedo; el Gerente de División 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 Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; 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; 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 discutió acerca de las razones detrás de los movimientos de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos. Por un lado, se planteó que podían interpretarse como una señal de un mayor crecimiento ante los mejores indicadores efectivos de actividad. También se señaló que la trayectoria de las tasas de interés podía estar reflejando una mayor inflación esperada. Por otro lado, se mencionó que podía ser que las expectativas de crecimiento se estuvieran ajustando a la baja, considerando el alza del precio del petróleo.

Se comentó que en la coyuntura actual, la preocupación de las autoridades de las economías emergentes estaba concentrada en el riesgo de mayores presiones inflacionarias. Ello había relegado a un plano secundario la discusión sobre el manejo de los flujos de capital. Sin embargo, la mantención de un escenario de bajas tasas de interés en las economías desarrolladas junto con tasas más cercanas a las neutrales en las economías emergentes, generaba condiciones propicias para mayores flujos de capital hacia estas últimas por un tiempo prolongado. Por ello, y considerando la discusión que existe sobre esta materia a nivel internacional, era prudente analizar los riesgos en este ámbito y las herramientas disponibles para enfrentar este tipo de escenarios.

En lo interno, se destacó el mayor dinamismo de la actividad del sector frutícola en los últimos meses, expresado en volúmenes elevados de exportación. También se comentó respecto de la actividad del sector electricidad, gas y agua (EGA), en particular la mayor generación eléctrica con carbón y GNL, en desmedro del diésel, lo que tenía un valor agregado más elevado.

2. Opciones

Los antecedentes acumulados desde la reunión anterior llevaban a proponer como opciones relevantes: un alza de 25 puntos base (pb) de la Tasa de Política Monetaria (TPM) o un incremento de 50pb.

Las proyecciones del Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo contemplaban que la economía nacional mantendría un ritmo de crecimiento alineado con su crecimiento potencial, junto a un tipo de cambio real en torno a sus valores recientes y una trayectoria de la TPM similar a la que se deducía de las expectativas de mercado. En el escenario base, estas condiciones permitirían la convergencia y estabilización de la tendencia inflacionaria en torno a la meta de 3% dentro del horizonte de proyección. Al mismo tiempo, se proyectaba que la inflación total traspasaría en forma transitoria el límite superior del rango de

tolerancia por el impacto de los aumentos de precios de alimentos y energía. Sin embargo, conforme con que su propagación a otros precios y costos se mantuviera dentro de los promedios históricos, estos efectos serían acotados y transitorios.

En este contexto, la opción de elevar la TPM en 25pb podría justificarse a la luz de la continuación de un escenario internacional de recuperación moderada de las economías avanzadas, con altas tasas de desocupación y bajas tasas de interés, junto a la expectativa de una normalización gradual de la tendencia inflacionaria en Chile y la mantención de brechas cerradas a lo largo del horizonte de proyección.

Sin embargo, como planteaba el IPoM de marzo, los riesgos para la inflación estaban sesgados al alza dentro del horizonte de proyección. El principal factor de riesgo era la evolución del precio del petróleo y la magnitud de su impacto directo e indirecto sobre la inflación en Chile, a lo que se sumaba la posibilidad de un mayor dinamismo de la actividad interna. Al respecto, desde la última RPM y el cierre estadístico de las proyecciones del IPoM, el precio del crudo había continuado aumentando en los mercados internacionales, aunque con volatilidad. Al mismo tiempo, la brecha entre las medidas de expectativas o compensaciones inflacionarias y la meta se mantenía o se había ampliado levemente, según la medida que se considerara. Las novedades en materia de crecimiento interno, en cambio, no habían sido significativas, pero mantenían latentes los riesgos de un estrechamiento más intenso de las holguras de capacidad.

En este contexto, se mantenían vigentes los fundamentos de la decisión de marzo último. La conjunción de *shocks* de oferta, mayores expectativas inflacionarias y un crecimiento elevado de las ventas y el empleo podría crear condiciones propicias para una mayor propagación de *shocks* puntuales hacia el resto de los precios y costos. La política monetaria debía continuar retirando estímulo monetario y actuando en forma preventiva para contener estos efectos de segunda vuelta. Por estas razones, elevar la TPM en 50pb era consecuente con la estrategia de minimización de riesgos y reflejaba el compromiso del Banco Central con la meta de inflación.

Con respecto a las consideraciones tácticas, en esta oportunidad, la opción de aumentar la TPM en 50pb coincidía con la expectativa mayoritaria en el mercado. Por lo tanto, esta decisión no debía llevar a una revisión de la trayectoria esperada para la tasa de interés o el tipo de cambio. Por el contrario, elevar la tasa en más de 50pb podía transmitir una preocupación de riesgo mayor respecto de las perspectivas inflacionarias, lo que no sería coherente con el IPoM publicado recientemente ni con las noticias de los últimos días.

3. Decisión de política monetaria

En el frente externo, todos los Consejeros destacaron la situación de Portugal y el nuevo aumento de los precios de las materias primas, en especial del petróleo. Asimismo, todos coincidieron en que los riesgos vinculados a la salida de la crisis financiera se mantenían elevados, especialmente en la Zona Euro. De hecho, el tema seguía siendo de alta preocupación, porque reflejaba un problema estructural, cuya salida no se visualizaba claramente. Algunos Consejeros señalaron que aunque la solicitud de un paquete de ayuda a la Unión Europea por parte de Portugal parecía algo positivo, mantenía las inquietudes sobre la capacidad de los países europeos de solucionar sus problemas de deuda. Con todo, hasta el momento —como sucedía desde hace algunos meses o trimestres— los problemas se habían mantenido acotados en la periferia europea y con menor impacto en los sistemas bancarios en Europa en general.

Algunos Consejeros destacaron que el precio del petróleo representaba un factor de riesgo de primer orden, tanto por sus efectos sobre la inflación como por sus implicancias sobre la actividad mundial, en la medida que persistiera en niveles altos o siguiera acentuándose. Varios Consejeros señalaron que el precio del crudo había seguido subiendo, permeando tanto las expectativas de inflación como las proyecciones de actividad en varios países. En opinión de algunos Consejeros, aún era prematuro sacar conclusiones acerca de una tendencia más persistente del precio, pues todavía no se sabía con precisión cómo se desenvolverían las tensiones en el Medio Oriente y el Norte de África y sus implicancias sobre el precio del petróleo. Por otra parte, existía la idea más o menos generalizada de que cierta escasez de petróleo con una economía mundial todavía bastante dinámica estaba detrás del aumento del precio relativo. Un Consejero opinó que tampoco se podía descartar que una incipiente moderación en la tasa de expansión de la actividad mundial —especialmente empujada por países en desarrollo, cuya velocidad y crecimiento tienden a normalizarse en ausencia de un impulso adicional de las economías avanzadas— explicara una reversión del precio.

Un Consejero mencionó que el Banco Central Europeo había incrementado su tasa de referencia en 25pb y que, cada vez con mayor frecuencia, se hablaba del retiro de los estímulos cuantitativos en Estados Unidos. Algunos Consejeros señalaron que las tasas de interés de largo plazo habían aumentado en el margen. Un Consejero acotó que, a pesar de que los contratos de futuros seguían evidenciando alzas más tempranas y rápidas de las TPM de EE.UU. y la Zona Euro, el diferencial respecto de las perspectivas de movimientos de tasas de interés en las economías emergentes se mantenía elevado por un plazo anormalmente largo.

Un Consejero subrayó que el crecimiento mundial se mantenía bastante positivo. Otro Consejero señaló que continuaba la recuperación de la actividad y empleo en las economías desarrolladas y se observaban consecuencias acotadas del terremoto en Japón sobre la economía global. Un Consejero opinó que aun cuando tales consecuencias parecían estar confinadas solo a Japón, no se podían descartar repercusiones globales. Este Consejero también mencionó que, mientras la mayoría de las economías avanzadas crecía, pero aún con niveles de holguras de capacidad significativos y tasas de desempleo elevadas, el crecimiento de las economías emergentes continuaba y muchas de ellas mostraban signos de sobrecalentamiento, lo que explicaba los elevados precios de las materias primas.

En el ámbito nacional, todos los Consejeros coincidieron en que los datos confirmaban que la actividad continuaba expandiéndose vigorosamente, al igual que la demanda interna y el empleo. Varios Consejeros destacaron que el crecimiento del Imacec de los últimos meses había sido algo superior a lo esperado por el mercado. Algunos Consejeros señalaron que la inversión en capital fijo y la variación de existencias explicaban en parte importante la fuerza de la demanda, en conjunto con un crecimiento del consumo, que se había mantenido en niveles elevados. Un Consejero opinó que el dinamismo de la demanda interna era favorecido por expectativas positivas en general, condiciones financieras que apoyaban la expansión del crédito y un crecimiento apreciable de la masa salarial, que resultaba de la evolución tanto del empleo como de los salarios. Un Consejero agregó que los indicadores de demanda agregada seguían indicando cierto grado de aceleración en el margen. Estas cifras confirmaban el balance de riesgos para la actividad sesgado al alza, presentado en el último IPoM. Un Consejero mencionó que un factor de riesgo a monitorear era que la demanda no se moderara en los términos contemplados en el escenario base.

Todos los Consejeros destacaron que la inflación —especialmente sus medidas subyacentes— tendía a normalizarse. El IPC de marzo fue coherente con las expectativas de mercado y los indicadores de inflación subyacente seguían contenidos, en particular el IPCX1, que aún mostraba variaciones anuales menores que 1%. Esto indicaba que la inflación era fundamentalmente un fenómeno acotado a los precios de alimentos y combustibles. Un Consejero indicó que el aumento de la inflación anual, que permanecería por algún tiempo, generaba preocupación. Por experiencia, se sabía que los incrementos del precio del petróleo se transmitían con rapidez a los precios internos. Un Consejero planteó que, por ahora, el principal impacto del petróleo sobre la economía nacional era más evidente en las expectativas de inflación, que se habían mantenido a diferentes plazos algo por sobre los objetivos del Banco. Otro Consejero puntualizó que según

la Encuesta de Expectativas del Banco Central de abril, las expectativas de inflación seguían algo por arriba del rango de tolerancia para el corto plazo, mientras que en el horizonte de proyección estaban virtualmente en la meta. Varios Consejeros manifestaron que, aunque los registros efectivos aún mostraban una inflación contenida, tanto las expectativas del sector privado como las proyecciones en el último IPoM suponían que esta se saldrá transitoriamente del rango de tolerancia en los próximos meses. Existían riesgos de que los precios de los alimentos y combustibles volvieran a aumentar, así como las posibles repercusiones sobre la inflación del rápido crecimiento de la actividad y las estrecheces del mercado laboral. De hecho, los indicadores de remuneraciones y costos de la mano de obra daban cuenta de estas estrecheces y potenciales presiones de costos sobre los precios internos. En particular, un Consejero indicó que la reciente evolución de las remuneraciones podía interpretarse como una señal de agotamiento de las holguras en el mercado laboral.

Un Consejero manifestó que a lo anterior se sumaba la evolución del costo de generación de la energía eléctrica. Otro Consejero señaló que la propagación de la inflación externa a la economía local era la principal amenaza que enfrentaba el vigoroso proceso de crecimiento de la economía chilena. En sentido inverso, de acuerdo a un Consejero, operaban el retiro del estímulo monetario, el menor crecimiento del gasto público y la evolución del tipo de cambio.

Algunos Consejeros destacaron que las expectativas para la TPM se habían ajustado al alza en el corto plazo, sugiriendo un adelantamiento de la normalización monetaria. No se advertía, sin embargo, un desplazamiento generalizado de la curva de tasas de interés, puesto que los niveles a los cuales se esperaba que convergiera la TPM en el horizonte de política no habían cambiado sustancialmente. En particular, para esta reunión, los precios financieros y las encuestas de expectativas de consenso anticipaban un alza de 50pb.

Sobre la decisión para la TPM, todos los Consejeros coincidieron en la necesidad de seguir retirando el estímulo monetario al mismo ritmo de la reunión anterior. Varios Consejeros expresaron que la TPM aún estaba por debajo de su nivel neutral, aunque había divergencias respecto de su nivel exacto. Un Consejero recordó que desde mediados del año pasado, el Banco Central había implementado una normalización monetaria, adelantándose a potenciales presiones inflacionarias. Entre un grupo de economías, Chile era por un buen margen el país que más había subido su TPM desde el 2010, aunque partiendo de un nivel particularmente bajo. En su opinión, en la actualidad, los mayores riesgos se relacionaban con los probables efectos de propagación del incremento del precio de los combustibles y alimentos en un escenario de reducción de las brechas de capacidad, debido al fuerte dinamismo de la actividad y demanda

interna. En rigor, la demanda había estado más dinámica que lo esperado, elevando dicho riesgo de propagación. Era cierto que a mediano plazo, de seguir la tendencia al alza de los precios de la energía, podría verse afectada la economía global y también la nacional, reduciendo con ello el impacto de propagación antes mencionado. No obstante, por ahora, y al menos en el corto plazo, en el escenario base no se preveía que ello ocurriera. A su juicio, subir en 25pb la TPM no habría sido concordante con los riesgos inflacionarios que se percibían. Finalizó este Consejero indicando que el proceso de normalización monetaria se mantendría a futuro, sin que la decisión actual comprometiera a mantener el mismo ritmo. Por de pronto, era evidente pensar que, en la medida que las tasas fueran más elevadas, los ajustes requeridos serían menores.

Un Consejero expresó que en un contexto donde la actividad continuaba evolucionando favorablemente, el crédito daba muestras crecientes de normalización y el mercado laboral exhibía un alto dinamismo, la necesidad de moverse hacia instancias de política monetaria neutrales en la última parte del año cobraba mayor relevancia y se consolidaba. La normalización de la TPM debía realizarse sopesando adecuadamente los riesgos del exterior con el aumento de las expectativas de inflación.

Un Consejero señaló que del cuadro macroeconómico descrito en el reciente IPoM se deducía con claridad la necesidad de proseguir con la normalización de la política monetaria. En su opinión, un alza de 50pb era coherente con las señales entregadas al mercado y reforzaría el compromiso del Banco Central por lograr que la inflación, afectada transitoriamente por factores no controlables, convergiera a la meta en un horizonte de mediano plazo. Además, un alza de tal magnitud constituía un mejor seguro frente a dos riesgos relevantes que se enfrentaban: una nueva escalada del precio del petróleo y un comportamiento más dinámico de la demanda interna. Si se materializaban, tendrían un impacto no menor sobre la trayectoria de la inflación, particularmente si ocurrían en forma conjunta. Finalmente, el mercado esperaba un alza de esta magnitud, de manera que la decisión debería ser bien asimilada.

Un Consejero recordó que el rol de la política monetaria era prevenir que la inflación se desviara de la meta más allá de lo prudente. Tal como fue indicado en el IPoM de marzo, esto requería seguir normalizando la TPM y, dado el balance de riesgos tanto para la inflación como para la actividad, se hacía razonable mantener un ritmo de normalización importante.

Un Consejero explicitó que, en lo más fundamental, el giro hacia una normalización más rápida de la política monetaria a partir de la última RPM, aunque sorprendió a muchos observadores, había sido bien incorporado por

el mercado, dando cuenta de que las presiones inflacionarias eran mayores que las percibidas a comienzos de año. Tanto los costos externos como internos habían seguido aumentando en el último mes, en un contexto de brecha de PIB cerrada y con la actividad y el gasto interno dinámicos. Las expectativas respecto de la política monetaria se habían ajustado desde la reunión anterior, pero, en su opinión, el Banco debía mantenerse delante de la curva en las actuales circunstancias. Este Consejero manifestó su preocupación por el mantenimiento de tasas de interés bajas en las economías desarrolladas y más elevadas en las economías emergentes, entre las cuales estaba Chile. En su opinión, ello es un preámbulo para un eventual desalineamiento de precios relativos, lo que también requiere ser monitoreado con mayor precisión. Advirtió que el concepto de tasa neutral, al que habitualmente se alude, refleja una condición de equilibrio interno, pero que, a veces, esta tasa podía generar un desequilibrio externo, en la medida que las tasas de interés relevantes en el resto del mundo no estuvieran en sus niveles neutrales.

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 50 puntos base, hasta 4,5% anual.