

Reunión de Política Monetaria

JULIO 2011

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°173, celebrada el 14 de julio 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, don Miguel Ángel Nacrur 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 División Política Financiera Subrogante, don Rodrigo Cifuentes Santander; 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 Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Rodrigo Cerda Norambuena; la Economista Senior doña Erika Arraño González; y la Secretario General, doña Marllys 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 sobre el panorama de inflación a nivel mundial. Se advirtió que este era algo más optimista que hace un mes. Entre los elementos que determinaban esta evaluación, se mencionaron el descenso o estabilización del precio de las materias primas, en particular alimentos y energía; el aumento de la tasa de interés rectora en algunas economías y la apreciación de las monedas de países emergentes respecto del dólar. También se examinaron las señales de debilidad en la actividad mundial, aunque más focalizada en las economías desarrolladas.

Respecto de la situación fiscal de Estados Unidos y de las economías periféricas de Europa, se indicó que, aun cuando era muy probable que se encontrara una solución antes de un *default*, esta no sería exenta de dificultades. Se señaló que más allá de los indicadores cuantitativos, había también elementos cualitativos en el escenario internacional que complicaban el panorama. Primero, la aparente ideologización del debate fiscal en Estados Unidos, lo cual significaba que era más importante la posición respecto de los impuestos y los gastos que alcanzar una solución antes de agosto. Segundo, las agencias clasificadoras de riesgo habían rebajado o habían anunciado que reducirían la clasificación de la deuda y/o el *outlook* de varios de los países ya con dificultades, aumentando la presión del mercado para que se llegara a una solución viable del conflicto. Esto se reforzaba con la caída de las tasas de interés proyectadas. En particular, la curva *forward* de las economías desarrolladas sugería un panorama futuro más negativo. Se agregó que en la medida que este problema persistiera, la contrapartida era percepciones menos optimistas que necesariamente tendrían consecuencias a nivel global.

2. Opciones

Desde la última reunión, los antecedentes llevaban a proponer como opciones relevantes un alza de 25 puntos base (pb) de la Tasa de Política Monetaria (TPM), hasta 5,50%, o mantenerla en 5,25%. Ambas opciones eran coherentes con la trayectoria para la TPM delineada en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). Las noticias en el margen no diferían sustancialmente de lo previsto en dicho Informe.

En el IPoM de junio, el Banco señaló que los riesgos para la inflación y el crecimiento económico eran significativos, pero equilibrados. Con el correr de los meses, los riesgos inflacionarios se han ido atenuando, por la detención y reversión parcial de las alzas en los precios de las materias primas, la reducción de las expectativas de inflación en Chile y el acotado traspaso de alzas de los

precios internacionales de los alimentos y la energía sobre los precios internos. Sin embargo, estos riesgos aún eran relevantes, por la volatilidad de los precios de las materias primas, el estrechamiento de las holguras de capacidad internas y de expectativas inflacionarias que todavía se encontraban en la parte superior del rango de tolerancia.

Los riesgos relacionados con el ritmo de crecimiento de la economía chilena y la intensidad de uso de los factores internos continuaban vigentes, aunque, a diferencia de meses anteriores, no se habían exacerbado en el último mes. Los datos recientes mostraban algunas señales de moderación en el consumo privado y el empleo, lo que era un desarrollo bienvenido y no constituía una sorpresa respecto de lo proyectado en el último IPoM. Se mantenía como hipótesis de trabajo que las brechas de capacidad en la economía chilena estaban cerradas y, por lo tanto, el crecimiento debía converger a un ritmo compatible con su potencial. Se estimaba que una parte del dinamismo reciente de la demanda reflejaba un componente transitorio, producto del ajuste de stocks de bienes durables de consumo e inversión, y, por otra parte, que el comportamiento de la demanda aún no reflejaba el pleno impacto de la normalización de la política monetaria que se había realizado durante el último año. Sin embargo, tal como se había señalado en el último IPoM, la consolidación de este proceso probablemente requeriría de alzas adicionales de la TPM, en línea con las expectativas de mercado. Al mismo tiempo, los antecedentes eran insuficientes para descartar la hipótesis alternativa de un mayor dinamismo de la demanda interna que perdurara por un tiempo mayor, impulsado por la tracción del mercado laboral y el crédito. Si este fuera el caso, no se podía descartar que más adelante se requiriera de un ajuste más pronunciado de la política monetaria.

En el sentido contrario apuntaban las novedades en el ámbito internacional. Estas habían provocado mayor inquietud sobre las perspectivas para la economía mundial, aunque sus consecuencias aún eran difíciles de precisar. Existían factores puntuales que incidían negativamente en el crecimiento mundial del primer semestre del año, pero que ya comenzaban a quedar atrás, como los efectos del terremoto de Japón y el alza del precio del petróleo. Pero, al mismo tiempo, se combinaban con otros elementos más duraderos, relacionados con la debilidad de los balances de gobiernos, bancos y consumidores en las economías desarrolladas, que seguían frenando la recuperación de la demanda en estas economías. En Europa, los problemas fiscales y financieros de las economías periféricas se habían agudizado y extendido a otras economías de la región, creando condiciones financieras menos favorables en los mercados internacionales y una presión por un mayor ajuste fiscal. En Estados Unidos, el consumo permanecía deprimido, afectado por el alto nivel de desempleo y la continuación de la deflación de los precios de las viviendas. Finalmente, en

China y otras economías emergentes seguían vigentes los riesgos por las mayores presiones inflacionarias y la posibilidad de un freno más abrupto y sorpresivo en su crecimiento, con consecuencias negativas sobre los precios de las materias primas y el crecimiento de otras regiones.

Por el momento, el escenario base suponía que los efectos sobre la economía chilena de este mayor pesimismo externo serían transitorios y acotados, tanto sobre los términos de intercambio y el crecimiento de los socios comerciales como en la disponibilidad de financiamiento internacional. Sin embargo, esta era una hipótesis de trabajo que debía continuar revisándose con cuidado a la luz de las noticias y datos internacionales.

En el escenario delineado en el IPoM, se estimaba que el proceso de normalización de la TPM debía continuar, pero a un ritmo que admitía pausas entre reuniones. Por lo mismo, la recomendación de realizar una pausa en el proceso de normalización de la política monetaria era coherente con el escenario del IPoM y con el hecho que los riesgos para la inflación aparecían más equilibrados. Además, con esta decisión se daba tiempo para que fluyeran los efectos de los ajustes ya realizados a la TPM sobre la demanda agregada, y también para afinar el diagnóstico sobre las consecuencias de los desarrollos recientes en el ámbito externo.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que, en el escenario internacional, las noticias del último mes daban cuenta de una alta incertidumbre. Un Consejero resaltó que la situación económica en los países desarrollados estaba en una posición muy vulnerable, lo que de ninguna manera podía ser indiferente para Chile. En este ámbito, varios Consejeros mencionaron lo que estaba sucediendo respecto de las primas por riesgo en países de importancia sistémica para Europa, como lo eran Italia y España, y la discusión sobre el límite de endeudamiento fiscal en Estados Unidos. Un Consejero destacó que los contratos a futuro apostaban por tasas de política monetaria significativamente menores en la Zona Euro, Estados Unidos y el Reino Unido. Ello estaba en línea con la consolidación de un escenario de bajo crecimiento durante un período prolongado para estas economías, donde la política monetaria probablemente se mantendría expansiva en la medida que se siguieran reduciendo los grados de libertad de la política fiscal. Agregó que creía que este era un problema estructural que, en la medida que se reflejara en las expectativas y en las decisiones de las economías desarrolladas, podría tener efectos relevantes en el resto del mundo, especialmente en materia de tipos de cambio.

Un Consejero apuntó que la economía mundial estaba en un punto de alto riesgo, el cual podría no solo debilitar el crecimiento de las economías desarrolladas, sino que también tener efectos negativos importantes en las economías emergentes. Agregó que, si bien por ahora este era un escenario poco probable, habría que seguirlo con mucha atención, de manera particular por sus implicancias para la política monetaria. Un Consejero indicó que, a su juicio, las novedades del ámbito internacional no eran una señal suficientemente poderosa como para alterar el escenario externo de un bajo pero estable dinamismo, aunque sí corroboraban y configuraban un escenario de debilidad persistente. Un Consejero señaló que la evolución de las condiciones externas —que se habían mantenido favorables en el último tiempo— debía ser seguida con atención por sus implicancias para la economía local. En su opinión, por el momento, lo claro era que los riesgos con potenciales efectos adversos o negativos habían aumentado.

En el escenario interno, todos los Consejeros coincidieron en destacar que los indicadores de actividad, y en especial del consumo, mostraban una cierta desaceleración en los últimos registros, de modo coherente con lo previsto en el IPoM. Asimismo, todos los Consejeros destacaron que la inflación de junio había sido algo menor que la prevista por el mercado, pero que ello no modificaba sustancialmente las perspectivas que se habían planteado en el IPoM de junio. Un Consejero señaló que se iba configurando un panorama donde la convergencia de la inflación subyacente a la meta proseguía lentamente, reflejando que las condiciones para su normalización subsistían, sin presiones excesivas derivadas de una actividad o demanda muy dinámicas. Un Consejero resaltó que, en todo caso, teniendo en cuenta que las holguras de capacidad se encontraban cerradas, la evolución de la inflación debía ser examinada con atención. Un Consejero indicó que las noticias del plano interno permitían concluir que el ajuste monetario estaba rindiendo frutos, a pesar de los importantes desafíos que había impuesto el aumento de los precios de las materias primas en los mercados externos, lo que también se reafirmaba por la evolución reciente de los salarios, que sugerían un panorama más auspicioso en materia inflacionaria.

Sobre la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que las noticias del último mes validaban el escenario del IPoM de junio y la trayectoria prevista para la tasa de política monetaria.

Un Consejero indicó que, después de un período largo de alzas de la TPM, en que las expectativas de inflación habían bajado y se veían contenidas, y se observaban los primeros signos de desaceleración, lo razonable era darse una pausa para aquilatar la situación y esperar que los efectos de la política monetaria más restrictiva y del incierto panorama internacional se manifestaran

más plenamente. Agregó que la caída de las tasas de largo plazo en los países desarrollados y el resurgimiento de presiones a la apreciación sobre las monedas de los emergentes le daban mayor claridad a esta decisión. Añadió que seguía presente el riesgo de que la actividad y la demanda mantuvieran un ritmo más allá de lo sostenible y que, finalmente, ello se tradujera en mayor inflación. No obstante, a su juicio, los acontecimientos recientes reducían la probabilidad de que este riesgo se materializara. Finalizó indicando que mantener la TPM seguía siendo coherente con la estrategia preventiva seguida hasta ahora. En su opinión, era evidente que ya se estaba en un rango de TPM donde las pausas serían más frecuentes y las decisiones más dependientes de la información que se fuera recibiendo.

Un Consejero opinó que no existían razones suficientes para desviarse del escenario base planteado en el IPoM, donde la convergencia de la política monetaria a rangos neutrales se había producido en gran parte, y donde era esperable algún ajuste adicional durante el segundo semestre. A su juicio, después de alzas importantes de la TPM en los últimos trimestres y sobre la base de los antecedentes recibidos, se validaba la opción de mantener la TPM en esta oportunidad. La economía daba muestras de dinamismo, pero no excesivo. La TPM estaba en un rango similar al promedio histórico y la demanda interna —aunque continuaba dinámica— mostraba señales de normalización. A su vez, las condiciones externas planteaban la necesidad de mucha prudencia en las próximas decisiones. Agregó que seguía siendo válido un escenario donde no se podían descartar alzas futuras de la TPM, aunque, a su juicio, no estaba clara su oportunidad.

Un Consejero puntualizó que si bien la TPM se ubicaba en un rango de valores normales, quedaba cierta brecha por cerrar, lo que obligaba a proceder con prudencia. Agregó que le parecía que de los antecedentes acumulados en el último mes fluía con claridad la conveniencia de hacer una pausa en esta oportunidad, lo que además era coherente con las comunicaciones previas y la lectura de los datos económicos más recientes. Una pausa daba tiempo para evaluar si las señales de moderación observadas en el frente interno se confirmaban, al mismo tiempo que permitía contar con mayores antecedentes sobre los desarrollos en curso en el frente externo y sus potenciales implicancias internas. Concluyó indicando que, en todo caso, esta pausa debía ser entendida como transitoria, puesto que no implicaba cambios en la visión del Banco sobre el curso futuro de la política monetaria.

Un Consejero manifestó que el mejor panorama inflacionario y la reducción de las expectativas, con sus consecuencias sobre la inflación actual, eran en gran medida, los resultados de la política monetaria actual y esperada, la cual

era congruente con aumentos adicionales de la TPM. Por ello, prosiguió, las opciones de política relevantes en esta ocasión eran si debía subirse la TPM en esta reunión, en 25pb, o esperar a las siguientes. Desde el punto de vista de las condiciones monetarias, indicó que estas podían parecer opciones indiferentes. Más aún, agregó que, en su visión, con alta probabilidad se requerirían alzas adicionales de la TPM en los meses venideros, lo que podría justificar proceder ahora. A esto se agregaban los mayores márgenes de maniobra que un alza de la TPM en esta reunión podría dar ante un escenario futuro tan incierto. No obstante, acotó que la estrategia de política monetaria que se había comunicado contemplaba la realización de pausas en este proceso, la que dependería de la evolución de los datos. Por ello, indicó que no habiendo hecho pausas con anterioridad, esta parecía ser una buena oportunidad, por cuanto era coherente con un escenario levemente más benigno en materia inflacionaria. En todo caso, finalizó señalando debía quedar claro que esta pausa no podía interpretarse como el fin del ajuste.

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, mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual.