

Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2010

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°162, celebrada el 16 de noviembre 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.

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 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 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 División Política Financiera Subrogante, don Rodrigo Cifuentes Santander; 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 tras el aumento de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos, posterior al anuncio de las nuevas medidas de relajamiento monetario, también conocidas como QE2 (*quantitative easing* segunda etapa). Se señaló que los efectos del QE2, en realidad, se debían medir a partir de agosto —en particular, desde la Conferencia de Jackson Hole—, cuando las autoridades de la Reserva Federal sugirieron la posibilidad de adoptar este tipo de medidas nuevamente. De hecho, desde ese momento, las variables económicas habían evolucionado acordes con lo esperado: las expectativas de inflación, medidas a través de las compensaciones inflacionarias, habían aumentado —por un incremento de las tasas de interés nominales y caída de las reales—, el dólar se había depreciado y la bolsa había subido.

Se comentó el aumento de los precios de las materias primas, en especial el caso de ciertos alimentos. Entre las razones que se vertieron sobre esta alza estaban el QE2 y la depreciación del dólar que le acompañó. Además, se mencionó el incremento de las inversiones financieras en este tipo de activos. De todos modos, se argumentó que los elevados precios también decían relación con una mayor demanda, particularmente asiática, mientras que en algunos productos también había factores de oferta.

Se plantearon las tensiones asociadas al escenario actual, caracterizado por la conjunción de una recuperación lenta de Estados Unidos y Europa y un repunte rápido de la demanda interna a nivel local. En el corto plazo, los efectos inflacionarios del empuje de la demanda interna podían postergarse como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio real y la ampliación del déficit de la cuenta corriente, pero a mediano plazo, esta situación podría revertirse. Este escenario planteaba dificultades para la política monetaria. Se acotó que, a diferencia del pasado, ahora se contaba con un esquema de política monetaria de metas de inflación y flotación cambiaria que había demostrado su eficacia para transitar por escenarios volátiles como el actual.

2. Opciones

Los antecedentes acumulados desde la última reunión llevaban a proponer como opciones relevantes para esta ocasión: (i) incrementar la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base (pb), o (ii) realizar una pausa transitoria, manteniendo la TPM en 2,75%.

Se señaló que la estrategia de política monetaria vigente contemplaba una normalización gradual de la TPM, que armoniza las presiones inflacionarias provenientes del dinamismo de la demanda interna y el cierre de brechas, con los efectos de la apreciación cambiaria y un entorno externo aún incierto. Esta estrategia había sido recogida adecuadamente por las expectativas privadas. La alternativa de subir la tasa en 25pb en esta oportunidad era coherente con esta estrategia y, además, con las proyecciones de consenso entre operadores y analistas.

Se argumentó que continuar normalizando la TPM estaba sustentado en que su nivel aún era expansivo, que las brechas de capacidad continuaban cerrándose como consecuencia del dinamismo de la demanda interna, a lo que se agregaba el impulso de mejores términos de intercambio. En ese contexto, la política monetaria debía propiciar condiciones financieras menos expansivas para lograr la convergencia del crecimiento económico hacia tasas sostenibles. Así, se evitaría incubar presiones inflacionarias o desalinear las expectativas privadas. Las recientes alzas de los precios internacionales de la energía, los alimentos y otras materias primas representaban un factor de riesgo que apoyaba la decisión de continuar retirando estímulo monetario.

Se señaló que una pausa transitoria podría justificarse en la evolución reciente de la inflación, reconociendo que su normalización avanzaba a una velocidad menor que la prevista, influida por la apreciación del peso y la menor inflación de bienes importados. Aunque la incidencia de estos factores sobre la inflación chilena era transitoria, como lo confirmaba la estabilidad de las expectativas inflacionarias privadas a uno y dos años plazo en torno a la meta de 3%, esta situación reducía los riesgos de una estrategia de normalización gradual a la luz de la incertidumbre y debilidad de las economías desarrolladas. Sin embargo, una señal de pausa ahora, en contradicción con las expectativas privadas, podría inducir una revisión no deseada respecto de la trayectoria de normalización de la política monetaria.

En todo caso, la tasa de política monetaria se mantenía en un nivel expansivo, por lo que probablemente sería necesario continuar retirando estímulo monetario de la economía, a un ritmo que dependerá de la evolución de las condiciones macroeconómicas internas y externas. La calibración de este proceso requeriría tomar en cuenta la experiencia histórica de la economía chilena, pero también la evolución del escenario internacional y el menor nivel que se anticipaba para las tasas de interés externas, reales y nominales, en relación con sus promedios históricos.

3. Decisión de política monetaria

Algunos Consejeros señalaron que, en el frente externo, el panorama global seguía presentando una recuperación lenta en las economías avanzadas, con focos de turbulencias financieras, mientras que las economías emergentes continuaban creciendo con fuerza. No obstante, aparecían algunas señales positivas para Estados Unidos, pero compensadas por indicadores más débiles para Europa. Para un Consejero, lo anterior iba confirmando un escenario en donde la recuperación de Estados Unidos y Europa sería quizás más lenta que lo que las proyecciones de consenso mostraban, y que parte del dinamismo de China en los últimos trimestres había estado influenciado por una combinación de políticas macroeconómicas muy expansivas que, a su juicio, parecían no ser sostenibles y requerirían de un ajuste en adelante.

Varios Consejeros mencionaron la sensibilidad de los mercados financieros y cambiarios internacionales respecto de la situación en Europa, lo que servía para recordar los riesgos del escenario mundial. En opinión de un Consejero, estas turbulencias podrían debilitar la recuperación europea y del mundo en general, pero la información disponible por el momento señalaba que el efecto global era acotado. A su parecer, esta era una situación que habría que seguir monitoreando.

Algunos Consejeros destacaron el inicio de la segunda etapa de relajamiento cuantitativo en Estados Unidos. No obstante, un Consejero acotó que sus efectos ya se sentían desde fines de agosto, cuando se anunció que era altamente probable que el relajamiento se iniciara en los próximos meses, tal como ocurrió. Si bien esta decisión tuvo efectos en los precios de los activos financieros globales, fueron limitados, en parte por la incertidumbre que existía acerca de la efectividad del proceso. Otro Consejero planteó que la principal razón que justificaba el relajamiento cuantitativo en Estados Unidos era reducir la probabilidad de un escenario con un nuevo enfriamiento de la economía y deflación. Algunos Consejeros estimaron que un escenario de mediano plazo con bajo crecimiento de las economías desarrolladas era negativo para la economía global y, por ende, para la economía chilena. Además, el cierre de brechas de varias economías emergentes relevantes ya se había completado, lo que podría inducir riesgos inflacionarios en estos países y un ajuste de su crecimiento. Los escenarios de riesgo para el crecimiento de las economías desarrolladas y la economía mundial estaban sesgados a la baja.

Varios Consejeros mencionaron que las tensiones cambiarias no se habían disipado. Si bien la depreciación del dólar en los mercados internacionales no había continuado profundizándose en el último mes, se agudizaba la discusión sobre la apreciación de las monedas locales en las economías emergentes, y posibles medidas para frenarla, en particular luego del relajamiento cuantitativo en Estados Unidos.

Algunos Consejeros citaron evidencia respecto de mayores presiones inflacionarias en varias economías emergentes, producto del dinamismo económico y del alza del precio de los productos primarios, especialmente alimentos. Ello, junto con registros inflacionarios que habían sido más elevados que los esperados en algunos países. Un Consejero señaló que, en todo caso, la inflación permanecía, en general, contenida a nivel global. Por último, un Consejero manifestó que, en su opinión, la situación de las materias primas y alimentos también podía reflejar un cambio en precios relativos, asociado a la nueva composición de la demanda mundial y no necesariamente a un aumento generalizado de la inflación externa. Otras medidas de inflación externa seguían acotadas.

En el frente interno, todos los Consejeros coincidieron en que la economía seguía mostrando un marcado dinamismo. Las cifras conocidas estaban dentro de lo esperado, pero un riesgo era que la moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda fuera más lenta que la visualizada con anterioridad. Varios Consejeros señalaron que esto planteaba un riesgo respecto de la velocidad del cierre de la brecha de capacidad. Un Consejero agregó que, consecuentemente, era necesario estabilizar el ritmo de expansión para que fuera sostenible y no generara presiones inflacionarias que pudieran poner en riesgo la meta de inflación.

Un Consejero acotó que los factores que impulsaban el crecimiento continuaban mostrando una positiva evolución y que ello debería continuar en adelante. Las expectativas de hogares y empresas se fortalecían, el crédito bancario se expandía a tasas gradualmente crecientes, el empleo total y sus distintos componentes aumentaban en forma apreciable, y la masa salarial se incrementaba a un ritmo significativo. No obstante, un Consejero planteó que el paso moderado al que avanzaba el crédito sugería cierta cautela tanto en los bancos como en los demandantes de crédito. Algunos Consejeros indicaron que incluso existían impulsos que podrían agregarse o intensificarse, como era el que debería generar el sector construcción, a raíz del esfuerzo de reconstrucción.

En materia de precios, todos los Consejeros destacaron que la inflación había seguido exhibiendo registros moderados e inferiores a lo esperado. Las mediciones subyacentes continuaban por debajo del rango de tolerancia e,

incluso, el IPCX1 seguía mostrando valores negativos en doce meses. En opinión de un Consejero, más que reflejar la ausencia de presiones inflacionarias, que debieran aparecer en la medida que la demanda mantenga el comportamiento dinámico mostrado, estas cifras entregaban espacio para graduar la evolución de la política monetaria, especialmente en un contexto de apreciación cambiaria. Otro Consejero agregó que, si bien se seguía observando un gradual proceso de convergencia a la meta, la lectura de las cifras de corto plazo no resultaba del todo fácil, debido a la incidencia de factores puntuales y la apreciación del peso, y a las diferencias que ello provocaba en las distintas medidas de inflación.

Varios Consejeros agregaron que, con todo, las fuerzas fundamentales de la economía apuntaban a potenciales presiones inflacionarias, debido al cierre de brechas y al paulatino aumento de los índices de costos laborales, lo que era coherente con el dinamismo del mercado del trabajo. Los elementos que hasta ahora habían contenido la inflación difícilmente seguirían contribuyendo con menores presiones sobre los precios locales. Así, era importante destacar que el aumento del precio de los alimentos podría agregar algo de inflación en los próximos meses. Aun cuando el incremento de estos era un fenómeno ligado a cambios de precios relativos, no se podía descartar el riesgo de efectos de propagación hacia el resto de los precios. Un Consejero añadió que, en su opinión, el efecto cambiario sobre la inflación era transitorio. Más aún, y considerando las tensiones financieras internacionales, no se podía descartar un fortalecimiento global del dólar o, al menos, respecto del euro. Por último, un Consejero destacó que, simultáneamente, la apreciación contribuía, por lo menos en el corto plazo, al impulso de la demanda interna, particularmente de su componente importado, y favorecía el crecimiento del comercio y los servicios.

Un Consejero expresó que, a diferencia de otras economías emergentes, la inflación en Chile ha estado por debajo de lo esperado. También, la cuenta corriente medida a precios de largo plazo continúa deteriorándose.

Otro Consejero acotó que un escenario externo en que la reactivación parecía postergarse y persistía la inflación baja en el mundo desarrollado, junto con la apreciación del peso en el mercado local y registros de inflación inferiores a los esperados, eran factores tras la moderación de las expectativas inflacionarias privadas.

Todos los Consejeros señalaron que, dados los antecedentes, era apropiado continuar el proceso de normalización de la política monetaria con un alza de la TPM al mismo ritmo que en la reunión pasada. Todos coincidieron en descartar un alza de 50pb. En opinión de un Consejero, subir 50pb implicaba volver al ritmo de normalización de hace dos meses, sin que hubiera habido mayores

cambios que lo justificaran y, más aún, en una situación de mayor, aunque no total, normalidad de la política monetaria. Algunos Consejeros argumentaron que ello también podría entregar una señal errática al mercado.

Asimismo, todos coincidieron en que la mantención de la tasa tampoco parecía adecuada, por los riesgos inflacionarios que persistían y porque la actual política monetaria seguía siendo expansiva. En opinión de un Consejero, detener, aunque fuera transitoriamente, el proceso de normalización no era coherente con la visión entregada al mercado y podría, incluso, ser interpretado en el sentido que este proceso estaría próximo a concluir. Otro Consejero añadió que la señal dada en la reunión anterior, en cuanto a que se transitaba hacia una fase menos acelerada de normalización de la política monetaria, aunque sorprendió a algunos, fue incorporada en las expectativas de mercado. Por último, algunos Consejeros indicaron que mantener la tasa era una alternativa que tal vez podría aparecer más adelante con mayor relevancia.

Algunos Consejeros resaltaron que el mercado compartía en lo fundamental la idea de un proceso de ajuste gradual y esperaba mayoritariamente un incremento de 25pb para esa reunión, por lo que, a su parecer, lo más sensato en esa oportunidad era validar esas expectativas.

Un Consejero planteó que, precisamente, dado que la política monetaria seguía siendo expansiva, era esperable que el proceso de normalización se mantuviera en los próximos meses, a un ritmo que habría que ir evaluando a la luz de las condiciones macroeconómicas internas y externas. Un Consejero reiteró que el cierre de brechas era sólo una medida de equilibrio interno. Los hechos que estaban vinculados a la economía internacional, sin embargo, también eran relevantes para efectos de la decisión. El escenario de bajo crecimiento en el mundo desarrollado continuaba afectando a las perspectivas de la política monetaria en esas economías. La trayectoria de la política monetaria nacional debía tomar en cuenta lo que acontecía en el resto del mundo. De otra manera, el tipo de cambio y la cuenta corriente a precios de largo plazo de tendencia de la economía nacional podrían alejarse de lo que sería una trayectoria hacia un equilibrio sostenible.

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 3,0% anual.