

Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2010

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°163, celebrada el 16 de diciembre 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 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, 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 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 Investigación Financiera, 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 Marllys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

Los antecedentes presentados corresponden a los incluidos en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre. 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 razones tras el aumento de las tasas de interés nominales y reales de largo plazo en Estados Unidos. Se argumentó que era difícil distinguir si las alzas se debían a las mejores cifras de actividad que se habían conocido en las últimas semanas o si correspondían a expectativas de una mayor emisión de deuda que tendría que realizar el Fisco de ese país para financiar las nuevas medidas de impulso fiscal anunciadas.

Se planteó que el escenario base de crecimiento mundial que se tenía desde hace un tiempo aún estaba vigente, a pesar de las turbulencias en los mercados financieros.

En el plano interno, se comentó el aporte al crecimiento del PIB de diversos sectores y se resaltó, en particular, la baja incidencia que la minería estaba teniendo sobre el crecimiento de la economía. También se debatió acerca de la fortaleza de las importaciones y las ventas de automóviles y sus potenciales efectos sobre la trayectoria del gasto. Finalmente, se discutió acerca de la relación entre las ventas de viviendas y el crecimiento de los créditos hipotecarios. Se mencionó que, al parecer, los créditos crecían a un ritmo inferior al que podría ser compatible con las tasas de crecimiento de las ventas de vivienda. Esto podría relacionarse con la existencia de fuentes alternativas de financiamiento o a que las ventas se estaban dando, especialmente, en segmentos más baratos, por lo que había un mayor número de ventas, pero financiadas con créditos de montos menores.

2. Opciones

Para esta reunión, los antecedentes llevaban a proponer como opciones: (i) un incremento de 25 puntos base (pb) de la tasa de política monetaria (TPM), hasta 3,25%; o (ii) una pausa transitoria, manteniendo la TPM en su nivel actual de 3,0%.

La estrategia de política monetaria contemplaba aumentos graduales de la tasa de interés objetivo, balanceando las presiones inflacionarias provenientes del dinamismo de la demanda interna y, por tanto, el cierre de brechas, con los efectos de la apreciación cambiaria y los riesgos de un panorama externo aún incierto. La estrategia de una corrección gradual había sido recogida adecuadamente por las expectativas privadas.

Continuar aumentando la TPM estaba sustentado en que su actual nivel aún era expansivo, que las brechas de capacidad seguían cerrándose y que los términos de intercambio habían continuado mejorando. La política monetaria debía propiciar condiciones financieras menos estimulativas para lograr la convergencia del crecimiento económico hacia tasas sostenibles. Así, se evitaría incubar presiones inflacionarias futuras o desalinear las expectativas privadas. La acentuación de las alzas de los precios internacionales de energía, alimentos y otras materias primas apoyaba la decisión de subir la tasa.

Realizar una pausa transitoria podría justificarse a la luz de la evolución reciente de la inflación. Aunque los factores que explicaban su lenta normalización eran transitorios, la apreciación del peso y la menor inflación de bienes importados manufacturados daban tiempo para acumular información sobre la evolución del escenario externo. Desde la última reunión, los datos de actividad internacional eran marginalmente mejores y las tasas externas presentaban un aumento.

Al igual que en la reunión anterior, en esta oportunidad parecía recomendable no desalinearse de la expectativa de consenso, de un aumento de 25pb de la TPM, para no generar sorpresas e inducir una revisión de la trayectoria esperada para la tasa de interés. Asimismo, se estimaba apropiado mantener el mensaje de que la política monetaria aún era expansiva, por lo que, probablemente, sería necesario continuar retirando estímulo monetario de la economía. La calibración de este proceso requeriría tomar en cuenta las perspectivas de crecimiento de la economía chilena, así como la evolución del escenario internacional y las tasas externas, reales y nominales.

3. Decisión de política monetaria

Algunos Consejeros indicaron que, en el frente externo, permanecía el contraste entre un mundo desarrollado que crecía lentamente y un mundo emergente que se expandía con vigor, aunque con cierta desaceleración. Un Consejero complementó que las economías avanzadas lo hacían con lentitud, con amplias holguras de capacidad y elevados niveles de desempleo. Varios Consejeros destacaron que el panorama externo seguía siendo extremadamente incierto, aunque algunas cifras recientes, particularmente en Estados Unidos, apuntaban en la dirección de cierta mejora. Todos los Consejeros coincidieron en que se mantenía la debilidad económica en varios países de Europa, ante la vulnerabilidad fiscal y bancaria de algunas de las economías de la región, con la consiguiente inestabilidad en los mercados financieros que ello acarrearía. Varios Consejeros indicaron que, en todo caso, los riesgos para el escenario externo permanecían altos y lo más probable era que se siguiera observando

volatilidad en los mercados, principalmente financieros, como resultado de ello. Un Consejero agregó que esto no debería deteriorar de manera significativa el ya débil panorama de las economías avanzadas.

Varios Consejeros coincidieron en que el alza de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos era algo complejo de interpretar. Un Consejero opinó que ello podría corresponder a una anticipación de los problemas fiscales, y que la debilidad de su moneda aún reflejaba perspectivas de una recuperación débil. Otro Consejero expresó que existía evidencia mixta respecto de si la debilidad observada en los países afectados por la crisis financiera era mayor o menor que la anticipada. Por un lado, ciertas cifras positivas de las últimas semanas, en especial en Estados Unidos, junto con el considerable aumento de las tasas de interés reales y nominales de esta economía sugerían mejores perspectivas. Sin embargo, la manifiesta y explícita preocupación de las autoridades de la Reserva Federal respecto de la velocidad de la recuperación, junto con las medidas extraordinarias de política fiscal implementadas, apuntaban a una situación más deteriorada que la considerada hace un par de meses. En su opinión, no era clara la lectura que se debería hacer. Un Consejero manifestó que el anuncio fiscal en Estados Unidos era positivo para la demanda en esa economía, pero que, a su juicio, tanto esa política como la monetaria estimulaban un mayor endeudamiento fiscal y privado, y una base poco sólida para sustentar la recuperación. En su opinión, la mejora de las exportaciones netas en Estados Unidos era el único componente de la demanda que era sostenible en el tiempo. El aumento de las tasas de interés en las economías desarrolladas implicaría un retraso por un período aún más prolongado en el inicio de la normalización monetaria, pero, a la vez, sería más rápido una vez iniciado el ciclo. Con todo, en Estados Unidos, no estaba claro si el aumento de las tasas largas respondía a mejores expectativas, lo que sería favorable, o a condiciones de deuda del Tesoro más riesgosas.

Un Consejero indicó que la inflación se mostraba contenida en las economías desarrolladas, principalmente por consideraciones cíclicas. Varios Consejeros acotaron que, en cambio, las economías emergentes enfrentaban un fuerte crecimiento de la demanda interna con reducción de brechas, lo que, en conjunto con incipientes presiones inflacionarias, había llevado a algunos de estos países a seguir ajustando su política monetaria. Algunos Consejeros destacaron que seguían las presiones hacia la apreciación de las monedas de las economías emergentes, lo que tenía el efecto inverso sobre la inflación y, por lo mismo, había llevado a otro grupo de países, la mayoría, a poner una pausa a sus ajustes monetarios. Todos los Consejeros enfatizaron que los precios de las materias primas seguían aumentando, en especial el del cobre y también el de varios productos agrícolas.

En el ámbito interno, todos los Consejeros resaltaron que la trayectoria de la actividad continuaba dinámica y acorde con lo esperado, aun cuando el Imacec de octubre había sorprendido a la baja. Sin embargo, esto se debía principalmente a factores de oferta, como el lento crecimiento de la producción minera y la menor actividad en el sector EGA, e industria. Algunos Consejeros indicaron que las noticias de menor actividad en el resto de los sectores obedecían a factores transitorios. Un Consejero resaltó que el resto de los sectores continuaba creciendo rápido, incluso algo más que lo esperado en el IPoM de septiembre último.

Algunos Consejeros subrayaron que el empleo seguía creciendo con fuerza. Algunos Consejeros agregaron que el impulso de la demanda estaba liderado por el consumo privado, favorecido por varios factores: expectativas optimistas de parte de los hogares, condiciones crediticias bastante normalizadas, y una positiva evolución del empleo y la masa salarial. En opinión de un Consejero, este dinamismo debería continuar durante el próximo año, pero era dable esperar una recomposición de la demanda y, particularmente, de la inversión, debido a un aumento proyectado del gasto en construcción y obras. Un Consejero indicó que, hacia el 2011, era importante evaluar la dinámica del gasto interno, especialmente del consumo privado, en un contexto en que el gasto fiscal había sido bastante acotado.

Todos los Consejeros destacaron que la inflación anual, medida por el IPC, seguía registrando un gradual proceso de convergencia a la meta, pero bastante inferior a lo estimado en el IPoM de septiembre, a la vez que el IPCX1 se mantenía en terreno negativo. Varios Consejeros señalaron que, probablemente, esto estaba asociado en parte importante al efecto de la apreciación del peso, pero también a factores puntuales. Algunos Consejeros mencionaron que esto obedecía también a menores presiones de precios de bienes importados. Un Consejero indicó que lo anterior era coherente también con perspectivas de inflación algo más contenidas que las existentes antes de que la significativa apreciación del peso comenzara. Varios Consejeros rescataron que la inflación podía tener ciertos rezagos, por lo que se podrían observar mayores presiones de precios en adelante, como resultado de la evolución de la actividad y el pronto cierre de brechas. A ello se sumaba el riesgo que conllevaba el aumento de los precios de productos primarios, en particular el de alimentos. Algunos Consejeros manifestaron que se agregaba la preocupación por las tasas de variación crecientes de las remuneraciones, aunque aún se mantenían en rangos razonables. Un Consejero acotó que el aumento de los márgenes, en el alza de los precios del año 2008, y la apreciación del peso daban algún espacio de contención inflacionaria, aunque este era un riesgo que se debía considerar, en especial por sus potenciales efectos

de propagación. Algunos Consejeros señalaron que las expectativas privadas y los premios financieros se mantenían alineados con la meta de 3%.

Algunos Consejeros destacaron que la evolución del tipo de cambio había adquirido relevancia en la configuración del escenario base y que su desarrollo requería un cuidadoso seguimiento. Un Consejero agregó que la apreciación del peso había ubicado al tipo de cambio real (TCR) en el límite inferior del rango compatible con los fundamentos de largo plazo y que la cuenta corriente a precios de tendencia seguía deteriorándose. Un Consejero expresó que resultaba muy difícil argumentar a favor de una desviación significativa del tipo de cambio respecto de lo que la dinámica cambiaria en el mundo y la posición cíclica de la economía chilena sugerían. En algunos países, estos mismos factores se manifestaban en apreciaciones nominales y en otros, en mayores presiones inflacionarias. A su parecer, en las circunstancias actuales, la volatilidad cambiaria había aumentado, pero que el ajuste del tipo de cambio era una herramienta central para evitar una toma excesiva de riesgo cambiario por parte del sector bancario y corporativo. Sí era importante enfatizar que parte de la apreciación del peso y otras monedas podía estar inducida por una expectativa de excesivo optimismo sobre la capacidad de los países desarrollados de sortear la crisis, y sobre la capacidad de los países en desarrollo de sostener un dinamismo importante y persistente.

Respecto de la política monetaria, un Consejero expresó que si bien hacer una pausa se justificaba por las menores presiones de precios y por la baja en el tipo de cambio, tenía el riesgo que la inflación se acelerara más allá de lo esperado en el futuro, por las presiones de demanda. Además, indicó que la TPM de 3% era aún bastante baja, en cuanto significaba una tasa real de 0%. Sin embargo, seguir subiendo alejaba más a la tasa nacional de las tasas internacionales, en un escenario interno en que, por el momento, no se manifestaban mayores presiones inflacionarias y un escenario externo que se mantenía con riesgos importantes.

Otro Consejero señaló que no era claro cuán cerca o lejos se estaba de un nivel de tasa de interés coherente con las actuales condiciones cíclicas, pero que sí era evidente que aún existía una brecha por cerrar. Agregó que los riesgos e incertidumbres sobre la economía mundial eran altos y justificaban proceder con prudencia.

Algunos Consejeros destacaron que las expectativas de mercado sugerían, mayoritariamente, un alza de 25pb en esta oportunidad y que si no existían argumentos sólidos en contrario, lo más razonable era validar dichas expectativas y evitar sorpresas que pudiesen conducir a lecturas equivocadas por parte del

mercado. Un Consejero añadió que era difícil pensar que con un aumento de la TPM se diera una reacción importante de los precios de los activos financieros, en particular del tipo de cambio.

En opinión de un Consejero, la normalización de la política monetaria seguía siendo justificada, puesto que la dinámica de la actividad debería elevar naturalmente el nivel de los precios en el futuro. Con todo, estimaba que la situación cambiaria, la incertidumbre externa y los bajos registros de inflación daban espacio para continuar con una normalización gradual de la política monetaria. A su juicio, esto era especialmente claro en un contexto donde el crédito y los agregados monetarios menos líquidos no daban muestra de estar creciendo en exceso.

Un Consejero planteó que el cierre de brechas es una medida de equilibrio interno. A su parecer, la trayectoria de la política monetaria interna no debía ser inmune a lo que pasaba en el resto del mundo, donde el bajo crecimiento de las economías desarrolladas afectaba sus perspectivas de política monetaria. De otra manera, el TCR y la cuenta corriente a precios de tendencia podrían alejarse de lo que sería una trayectoria hacia un equilibrio sostenible. Prosiguió este Consejero manifestando que un aumento de la TPM pretendería reducir el estímulo sobre la demanda agregada, en un contexto de cierre de brechas. Pero, a su vez, el diferencial relevante con respecto a las tasas de interés internacionales podría afectar la trayectoria del tipo de cambio en el corto plazo. En condiciones normales, este último no es un efecto que incida significativamente en un horizonte de política de dos años, en la medida que se trata de efectos transitorios. La flotación cambiaria juega un rol relevante para estabilizar el tipo de cambio bajo tales condiciones. No obstante si, bajo condiciones especiales, la política monetaria indujera una apreciación real persistente, en el caso particular de Chile esta tendría un impacto expansivo sobre el gasto en un horizonte de dos años, anulando total o parcialmente el impacto contractivo deseado. Aunque en el largo plazo una apreciación cambiaria sería contractiva, el resultado positivo sobre la demanda en el corto plazo se debía a los efectos ingreso y riqueza en el sector privado nacional. A su juicio, en la actualidad había una combinación de hechos que podían constituir un caso especial como el descrito. En efecto, la perspectiva era que las tasas internacionales permanecieran por debajo de su nivel neutral por un período anormalmente largo, más allá del horizonte habitual de política. Con ello, el retiro del impulso monetario en Chile ampliaría el diferencial de tasas relevante por un período anormalmente prolongado, generando una señal inequívoca sobre la trayectoria del TCR durante el horizonte de política. Así, en su opinión, el punto de fondo era si un aumento de la TPM generaría una reducción del gasto interno o, por el contrario, si habría una

sustitución de financiamiento interno por uno externo descubierto. El grado de la sustitución dependería de las expectativas cambiarias. Si se percibía que la apreciación era muy transitoria, no habría sustitución, y primaría el efecto contractivo del aumento de tasas. En cambio, si se percibía que la apreciación tendría una persistencia anormalmente extendida, primaría la sustitución. Este razonamiento resultaba particularmente relevante no solo por la expectativa de que las tasas de interés externas permanecerían bajas por mucho tiempo, sino también porque el actual nivel del TCR estaba en el límite inferior del rango consistente con sus fundamentales de largo plazo. La aparente contradicción podría resolverse parcialmente en la medida que las expectativas incorporaran el riesgo de un deterioro de las condiciones externas.

Varios Consejeros expresaron que en las próximas reuniones habría que evaluar si se debían o no realizar pausas en el proceso de normalización de la TPM. Un Consejero manifestó que se estaba muy cerca de ello. Otro Consejero señaló que esto dependería crucialmente de la evolución de las presiones de precios en los próximos meses.

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 3,25% anual.