

Reunión de Política Monetaria

MAYO 2011

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°170, celebrada el 12 de mayo 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 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; 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

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

En el plano externo, se trató el aumento de los precios de las materias primas y su impacto en la inflación de cada país. Aunque en algunas economías la inflación estaba cercana o por sobre el rango meta, el grado de traspaso de estas presiones era inferior al observado en el pasado. Por un lado, esto reflejaba el impacto de la apreciación de las monedas y la existencia de holguras de capacidad en algunas economías, las cuales se habían cerrado recién hacia fines del año pasado y, por tanto, existían rezagos en su efecto sobre la inflación. Con ello, no era posible descartar que en el futuro se observaran mayores traspasos hacia las tasas de inflación.

Se llamó la atención sobre la volatilidad de los precios de las materias primas. Existía incertidumbre de si los descensos recientes eran correcciones en las disrupciones de la oferta o era algo que más bien venía aparejado con una menor demanda mundial. Esto, a partir de menor optimismo respecto de la velocidad de recuperación en el mundo desarrollado, especialmente en Estados Unidos y en Europa, y mayores preocupaciones respecto de China.

Se destacó que, en lo más reciente, las autoridades de las economías desarrolladas habían retomado un discurso más blando para la política monetaria. Por ello, era esperable que en esas economías las tasas de interés se mantuvieran por debajo de su promedio histórico durante un plazo anormalmente largo. Esto se reforzaba al incorporar un escenario de ajustes fiscales y un escaso dinamismo de la demanda privada ante situaciones no resueltas de la banca. Si se sumaba que las economías emergentes se estaban acercando a su tasa neutral, se generaban, y podían llegar a provocar, aún más tensiones cambiarias, con implicancias, entre otros, sobre los costos de financiamiento externo de Chile. No obstante, se señaló que otros factores, particularmente la prolongación de la situación de déficit fiscal en Estados Unidos, en un escenario de normalización de la demanda privada, podrían sugerir tasas de interés en niveles más altos a mediano plazo.

2. Opciones

Desde la última reunión, los antecedentes llevaban a proponer como opciones relevantes un alza de 50 puntos base (pb) de la Tasa de Política Monetaria (TPM), hasta 5,0%, y un incremento de 25pb, hasta 4,75%.

El escenario delineado en el último IPoM contemplaba que la economía nacional mantendría en los trimestres venideros un ritmo de crecimiento alineado con

su potencial, lo que permitiría la convergencia de la tendencia inflacionaria a la meta de 3% en el horizonte de proyección. Esto requería retirar estímulo de la política monetaria, hasta llevarla a un rango neutral.

Sin embargo, en el IPoM también se señaló que los riesgos para la inflación (y el crecimiento) estaban sesgados al alza. En el caso de la inflación, basado en la conjunción de *shocks* adversos de oferta en energía y alimentos, cierre de las brechas de capacidad y un elevado dinamismo de la demanda interna. Esta situación llevó a acelerar el ritmo de normalización de la política monetaria en los meses recientes.

Desde la última reunión, algunos de estos riesgos se habían moderado. En particular, los ajustes de la TPM y la reciente baja en los precios del crudo y otras materias primas, aunque aún en niveles elevados, habían contribuido a moderar las expectativas inflacionarias privadas. Estos antecedentes podrían llevar a justificar un ajuste menor de la TPM, de 25pb.

Sin embargo, otros riesgos se mantenían vigentes. En particular, los antecedentes recientes respecto de la economía chilena confirmaban un escenario de elevado dinamismo de la demanda interna, especialmente del consumo, y el empleo, así como una aceleración en el crecimiento del crédito y de los salarios.

Con respecto a los *shocks* de oferta, los mercados de materias primas se mantenían volátiles, por lo que era temprano para evaluar en qué nivel se asentarían los precios internacionales. Además, tampoco se podía descartar que continuaran los traspasos de alzas previas de precios internacionales a precios internos, particularmente en el caso de los alimentos.

Estos antecedentes llevaban a concluir que era apropiado que la política monetaria continuara retirando estímulo monetario, actuando en forma preventiva para contener el dinamismo de la demanda interna y la propagación de *shocks* adversos de oferta. Elevar la TPM en 50pb era consecuente con esta estrategia de minimización de riesgos. Al mismo tiempo, la TPM se ubicaría cerca del rango de valores que históricamente han sido considerados como neutrales, lo que debiera verse reflejado en un menor ritmo de ajuste en futuras reuniones y, posiblemente, también pausas para evaluar sus efectos sobre la economía. Al respecto, el grado de incertidumbre sobre el nivel neutral para la TPM era considerable. Por una parte, los menores niveles de las tasas externas, todo lo demás constante, apuntaban a una menor tasa neutral que la histórica. Por otra parte, la velocidad de expansión de la demanda interna y, en particular, del consumo, de mantenerse en el tiempo, sugeriría lo contrario.

Esto implicaba que, en los próximos meses, el proceso de normalización de la TPM debería ajustarse necesariamente a la luz de la evolución de los datos y las proyecciones, tomando en cuenta los rezagos con que opera la política monetaria sobre la economía.

Con respecto a las consideraciones tácticas, la opción recomendada en esta oportunidad se alejaba de la expectativa mayoritaria en el mercado, lo que podría llevar a una revisión de la trayectoria esperada para la tasa de interés, lo que no sería coherente con la moderación antes señalada de algunos riesgos inflacionarios. Sin embargo, este riesgo era menor a la luz de que las expectativas de mercado para esta reunión se encontraban divididas entre un alza de 25 o 50pb, y que la mayoría de los encuestados anticipaban alzas adicionales de la TPM en los meses siguientes.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que las noticias del escenario internacional apuntaban hacia una mayor incertidumbre respecto de la fortaleza de la recuperación mundial. También concordaron en resaltar la caída de los precios de las materias primas, en especial del petróleo, lo que sería, en gran parte, resultado del comentado escenario de crecimiento mundial. En todo caso, algunos Consejeros agregaron que estos menores precios no hacían más que revertir una escalada alcista previa, puesto que sus niveles seguían siendo altos. Algunos Consejeros resaltaron que la diferencia en las perspectivas para las economías desarrolladas y emergentes hacía prever que el crecimiento dual de la economía mundial persistiría. Uno de estos Consejeros llamó la atención que, por un lado, se consolidaba un escenario de bajo crecimiento en las economías desarrolladas, que sería prolongado, con una política monetaria que probablemente se mantendría expansiva vis a vis una reducción en los grados de libertad para el manejo de la política fiscal. Reparó también que, en las economías emergentes, las proyecciones de inflación para este año aumentaban por quinto mes consecutivo. A su juicio, ello haría que la instancia monetaria en estas economías continuará avanzando, ya fuera hacia un nivel neutral o a una instancia francamente contractiva en algunas de ellas.

Respecto de la situación interna, todos los Consejeros destacaron el dinamismo de la actividad, la demanda interna y el mercado laboral, a lo que se sumaba el reciente incremento en el crédito. Un Consejero señaló que no se observaba aún una normalización en la velocidad de expansión de algunos componentes del consumo. Agregó que todavía no existía una evaluación de anormalidad o preocupación particular por ello, porque obedecía, en parte, a una recuperación

de niveles dado el efecto de la crisis y a un incremento muy importante en la masa salarial. Algunos Consejeros agregaron que era de esperar una normalización de esta tendencia en los próximos trimestres, por cuanto este era el principal riesgo al alza para la actividad y era un tema que debía seguirse con atención. Algunos Consejeros coincidieron en que los indicadores recientes confirmaban los riesgos positivos de crecimiento respecto de lo proyectado en el IPoM de marzo. Uno de estos Consejeros puntualizó que, de materializarse este riesgo, también podrían elevarse las presiones inflacionarias y la consecuente reacción de la política monetaria. Un Consejero resaltó que los cambios metodológicos en las series de empleo impedían una estimación confiable de la tasa de desempleo neutral para la inflación, pero que podía descartarse que el mercado laboral ya estuviera operando en esos niveles o por debajo de esta tasa. Todos los Consejeros destacaron la evolución de los salarios, cuyas tasas de variación anual venían en aumento desde hace algunos meses.

En cuanto a la inflación, todos los Consejeros coincidieron en que el último registro había sido menor que las expectativas de mercado. Agregaron que este factor, las decisiones de política monetaria y los menores precios de las materias primas habían contribuido a un ajuste a la baja en las expectativas de inflación a distintos plazos. Algunos Consejeros indicaron que, a diferencia de lo que sucedía con el crecimiento, los datos recientes reducían la probabilidad de ocurrencia del escenario de riesgo al alza para la inflación que se había identificado en el IPoM de marzo. Un Consejero señaló que, tal como en el periodo en el que las expectativas de inflación iban al alza, era necesario interpretar con cautela sus caídas recientes.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que ambas opciones, un aumento de 25 o de 50pb, eran totalmente plausibles para esta ocasión.

Un Consejero indicó que, por un lado, un alza de 25pb era coherente con la idea de que la mayor parte del ajuste monetario ya se había realizado y con el hecho de que las expectativas de inflación eran menores. Por otra parte, un alza de 50pb consolidaría la trayectoria de política llevada hasta ahora y daba una nueva y fuerte señal antiinflacionaria. Así, un alza de 50pb sería coherente con la estrategia preventiva que ha seguido el Consejo durante todo este periodo. Agregó este Consejero que un aumento de 50 y no de 25pb no implicaba que la TPM llegaría a un punto más elevado a fin de año o en el horizonte de proyección, solo implicaba un adelantamiento de su incremento en el corto plazo. Añadió que la lectura adecuada de un alza de esta magnitud no era la de mayores riesgos inflacionarios, sino que la de una consolidación del proceso de alzas.

Un Consejero señaló que prefería la alternativa de aumentar la TPM en 50pb, toda vez que existía espacio para entrar a una zona de neutralidad de la política monetaria. Agregó que un aumento de esta magnitud tenía la ventaja de entregar mayores grados de libertad respecto de la trayectoria futura de la TPM, puesto que llevar la tasa a 5% en esta reunión permitía retirar de manera sustancial el impulso que la política monetaria tuvo en los trimestres anteriores.

Un Consejero indicó que las noticias del último mes sugerían algún ajuste en el balance de riesgos, pero no modificaban sustancialmente el diagnóstico que servía de fundamento para la política monetaria. Manifestó que en beneficio de la opción de aumentar la TPM en 25pb, se podía argumentar que la tasa ya se ubicaba en un nivel que permitía ajustes moderados, y que a cierta preocupación por el escenario externo se sumaba la caída en los precios de las materias primas. Respecto de la opción de aumentarla en 50pb, se podía esgrimir que era claro que las presiones internas sobre la inflación seguían presentes. Aunque las acciones de política adoptadas en los últimos meses habían sido claves para contener dichas presiones y estabilizar las expectativas inflacionarias, la tarea no había concluido y se requería consolidar lo avanzado. Estas consideraciones llevaban a recomendar más bien un alza de 50pb, puesto que un ajuste de menor magnitud podría denotar cierta debilidad o sugerir un cambio de diagnóstico a partir de datos muy puntuales, lo que conllevaba riesgos.

Un Consejero señaló que la decisión podía ser abordada desde dos puntos de vista. Por un lado, se podría considerar el ritmo de ajuste previo y la información en el margen, situación en la que un alza de 25pb podría ser la más adecuada. Por otro lado, se podría evaluar qué nivel de tasa debiera regir hoy en la economía, dadas las perspectivas inflacionarias y sus riesgos. Aun con toda la incertidumbre sobre la tasa neutral, aumentar la TPM en 50pb era lo más adecuado, dado el escenario macroeconómico y las perspectivas de actividad e inflación. También era lo mejor, si se consideraba la configuración de riesgos y que otorgaba mayor flexibilidad a la estrategia de política monetaria. De aumentar 25pb y materializarse un panorama de mayor inflación, sería confuso volver a realizar ajustes de 50pb, pues daría una señal de una política monetaria muy dependiente de datos coyunturales. Por el contrario, un aumento de 50pb en un escenario de menor inflación permitiría bajar el ritmo de alza de la TPM en el futuro e, incluso, realizar una pausa, todo de forma perfectamente coherente con un proceso que acercaba gradualmente la TPM a niveles neutrales.

Respecto de las próximas decisiones de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que la TPM se acercaba al rango de valores considerados como más neutrales y que los movimientos próximos se decidirían a la luz de los datos que se recibieran. Varios Consejeros indicaron que el alza de 50pb, de alguna

forma, culminaba una etapa del proceso de ajuste de la política monetaria. Esto implicaba que alzas futuras de la tasa podrían no solo ser de menor magnitud, sino que también estar acompañadas de períodos de pausa, dependiendo de las condiciones macroeconómicas que se presentaran. Algunos Consejeros señalaron que existían bastantes dudas acerca de cuál era el nivel de tasa de interés neutral y de cómo se comparaba con el nivel actual de la TPM. Un Consejero resaltó las dudas que introducía respecto del nivel de la tasa de interés neutral el hecho que las tasas de interés de las principales economías del mundo estaban muy por debajo de su propia tasa neutral. Añadió que creía que se debía tener más claridad sobre esto, en especial porque la política monetaria debía considerar lo que ocurría en el resto del mundo, toda vez que ello tenía efecto sobre otras variables, como el nivel del tipo de cambio real y las expectativas cambiarias. Un Consejero agregó que en una economía con la inflación en torno a su meta y operando a niveles de plena capacidad, era esperable que la TPM se ubicara en torno a su nivel neutral. No obstante, prosiguió, había dos aclaraciones al respecto. En primer lugar, la inflación subyacente estaba significativamente por debajo de la meta. En segundo lugar, existía incertidumbre sobre cuál era el nivel neutral de la TPM en el corto plazo, dado el ya señalado bajo nivel de las tasas de interés internacionales. En este ámbito, parecía lógico que con bajas tasas de interés internacionales, que generan tipos de cambio real algo más apreciados que sus niveles de largo plazo, se hallarían tasas neutrales menores a las de situaciones normales. En todo caso, indicó, era necesario seguir retirando el estímulo monetario con el propósito de situarse en niveles más cercanos a la neutralidad y de actuar preventivamente contra presiones inflacionarias que fueran difíciles de revertir.

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 5,0% anual.