

Reunión de Política Monetaria

ENERO 2010

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 149 celebrada el 14 de enero 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 Andrés Velasco Brañes.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; el Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán de Ramón Acevedo; el Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente de División Política Financiera Subrogante, don José Manuel Garrido Bouzo; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente de Investigación Económica, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander; 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 Igal Magendzo Weinberger; la Economista Senior, doña Erika Arraño González; y la Secretaria 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 comentario de los antecedentes

En el plano internacional, se discutió respecto del comportamiento dispar de las tasas de interés de la economía estadounidense. Se señaló que las tasas de interés de mediano y largo plazo aumentaban en un escenario de confirmación del retiro de parte de las medidas extraordinarias de liquidez y de la aprobación del plan de salud en el Congreso, que incrementó las dudas respecto de la situación fiscal de mediano plazo, además de positivos indicadores de actividad. El contrapunto venía dado por las tasas de corto plazo y particularmente por la estructura a futuro que había tendido a aplanarse, lo que tenía implícito un retraso en las perspectivas de aumento de la tasa de la Reserva Federal, acorde con la persistencia de la incertidumbre, la debilidad del mercado laboral y el planteamiento de la propia Reserva Federal de que veía bajas presiones inflacionarias y un sesgo más bien a la baja en materia de actividad.

Se debatió respecto de las razones detrás del aumento del precio de las materias primas, especialmente de los combustibles y metales. Se indicó que no se podía descartar un componente financiero, puesto que el actual nivel de inventarios era similar al de cuando el precio del cobre había estado a la mitad del que registraba en los últimos días.

En el ámbito nacional, se discutió respecto de la trayectoria de la inflación y el impacto que sobre ella tendría la evolución del tipo de cambio y de los márgenes. Se señaló que, dada las actuales condiciones cíclicas, no era claro que el coeficiente de traspaso del tipo de cambio ni la velocidad y el rezago con que este operaba se mantuvieran constantes. Asimismo, se acotó que frente a la crisis que había atravesado la economía mundial no podía descartarse que los márgenes de comercialización de bienes transables se hubieran comprimido a nivel global.

2. Opciones

Debido a la reciente divulgación del IPoM de diciembre, era natural que la principal consideración fuese el contraste entre las proyecciones de dicho Informe y la evaluación de la coyuntura reciente, a fin de deducir cambios en la trayectoria implícita de la TPM coherente con la convergencia de la inflación a la meta.

En general, las perspectivas de crecimiento de corto plazo eran similares a las consideradas en el IPoM de septiembre y algo mayores que las del de diciembre. La actividad había sido algo más dinámica, pero liderada fundamentalmente por sectores de recursos naturales. La demanda también mostraba un mayor crecimiento, aunque en una magnitud que no alcanzaba a sugerir un escenario

de más expansión que la prevista. En el mercado laboral se había tendido a atenuar el repunte reciente del empleo. Luego, desde el punto de vista de las holguras, no era evidente un cierre de brechas distinto del previsto.

Desde el punto de vista de la inflación, la tendencia subyacente había sorprendido a la baja. Con ello, desde el tercer trimestre del año pasado las perspectivas de corto plazo para la inflación anual del IPCX1 se habían reducido en torno a un punto porcentual. Esto podía estar vinculado a un efecto mayor que el previsto de la apreciación cambiaria ocurrida desde esa fecha, pero los antecedentes disponibles no eran concluyentes. Con todo, las expectativas de inflación estaban muy en línea con las proyecciones del Banco, confirmando que el mercado y los analistas no preveían una caída persistente de los precios.

La trayectoria de las tasas de interés de mercado, que en diciembre sugería una trayectoria para la TPM más empinada que la del IPoM, se había ajustado significativamente a la baja. Ello indicaba que el mensaje de política monetaria del IPoM, además de los antecedentes coyunturales, habían sido incorporados adecuadamente en las expectativas privadas. En general, la trayectoria de los agregados crediticios, las tasas de interés de colocación y los resultados preliminares de la Encuesta de Crédito Bancario, sugerían que las condiciones financieras seguían volviéndose gradualmente menos restrictivas. En todo caso, este proceso era de esperar, dado el tono del contexto global y el estímulo monetario interno.

De esta forma, desde el punto de vista del mensaje respecto de la TPM, la opción más plausible parecía ser la de mantener el lenguaje y los contenidos de la reunión pasada; en particular, en lo que se refería a que la TPM se mantendría en el nivel mínimo de 0,50% al menos hasta el segundo trimestre de este año.

Con relación a aspectos comunicacionales y tácticos, se debía señalar que no existían expectativas de cambios en la instancia monetaria en esta oportunidad.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que las últimas cifras conocidas tanto en el ámbito nacional como internacional confirmaban las tendencias proyectadas en el último tiempo. Un Consejero señaló que, aunque en el ámbito interno se habían observado presiones inflacionarias algo más reducidas que las estimadas para el IPoM y estimaciones de crecimiento para el 2009 y comienzos del 2010 algo mayores, ambas novedades estaban dentro de los rangos de variación usuales. Un Consejero resaltó que la cifra de Imacec de noviembre había infundido cierto grado de optimismo en el mercado, llevando a los analistas privados a corregir levemente al alza sus proyecciones para el 2010. Añadió

que, de todos modos, dichas cifras no permitían despejar completamente ciertas dudas sobre el vigor que tendría la recuperación en el curso de este año, lo que sin duda tenía importantes implicancias para la política monetaria. Agregó que el mercado laboral entregaba señales positivas, pero aún relativamente débiles. Mencionó que si bien el empleo normalmente reaccionaba con algún rezago, era claro que el fortalecimiento de su evolución era crucial para afianzar el proceso de recuperación en su conjunto.

Todos los Consejeros destacaron que en diciembre la inflación subyacente había sido inferior que lo previsto, pudiendo haber algún grado de relación entre este resultado y la apreciación del peso. Un Consejero indicó que a las menores presiones inflacionarias se había sumado cierta persistencia en la apreciación del tipo de cambio, la que podría tener implicancias sobre el escenario futuro de inflación. Agregó que, en todo caso, desde una perspectiva de mayor plazo, la evolución del tipo de cambio en Chile no era una situación excepcional, sino que era un hecho que se explicaba por la debilidad del dólar y que se repetía en un gran número de economías emergentes y también en la mayoría de las economías exportadoras de materias primas. Un Consejero argumentó que la volatilidad exhibida por los precios en el último tiempo y la todavía incipiente evidencia de que habría un mayor coeficiente de traspaso, hacía prematuro considerar, en esta oportunidad, un cambio en las señales dadas hasta ahora en relación con este tema. Un Consejero apuntó que la menor cifra de inflación subyacente que se observó en los componentes ligados al sector transable podía estar reflejando efectos de la apreciación cambiaria. Acotó que, en todo caso, esto podía estar mostrando un adelantamiento del efecto cambiario, por lo que las menores cifras de inflación subyacente observadas no debían traducirse automáticamente en menores presiones inflacionarias hacia el mediano plazo. Un Consejero resaltó que las perspectivas de mediano plazo para la inflación seguían apuntando a una gradual convergencia a la meta, conducida principalmente por la recuperación de la actividad. En esa perspectiva, prosiguió, las visiones eran bastante coincidentes. A su juicio, de todos modos persistía algún grado de incertidumbre sobre la trayectoria misma de la inflación, en particular acerca de la velocidad con que ello ocurriría y la volatilidad que se podría observar a lo largo del tiempo. Un Consejero agregó que, en su opinión, aunque el escenario base del IPoM de diciembre seguía siendo el más probable, los riesgos para la inflación parecían haber transitado del equilibrio hacia un sesgo a la baja.

Todos los Consejeros concordaron en que las cifras externas habían sido positivas y, aunque confirmaban una recuperación de la actividad y la demanda, todavía subsistía la inquietud sobre la velocidad de mediano plazo. Varios Consejeros llamaron la atención sobre el desafío que implicará para las autoridades el retiro de las políticas de apoyo y estímulo. Un Consejero mencionó que, en general, las principales economías habían evitado una recesión profunda sobre la base

de combinaciones de política inéditamente expansivas, las que eran sostenibles en el corto pero no en el largo plazo. Por lo mismo, prosiguió, en la medida que avanzaba el tiempo, se acortaba el plazo para retirar las políticas expansivas, en una situación en que no parecía que esas economías y sus sistemas financieros pudieran todavía sostenerse sobre la base de fundamentos de mercado. Un Consejero resaltó la cautela planteada por las autoridades monetarias estadounidenses, que, en su opinión, reflejaban la percepción de que parte de la tranquilidad y de la creciente actividad en los mercados financieros y monetarios era muy dependiente de la proactividad de los bancos centrales. Un Consejero agregó a estos factores la incertidumbre, que probablemente permanecería por algún tiempo, sobre cómo se resolverían los problemas de orden más bien estructural que se relacionaban, de una u otra forma, con la crisis. En especial, añadió, los referidos con la debilidad de los sistemas financieros, el deterioro de las posiciones fiscales de algunos países desarrollados y los desequilibrios externos observados por actores relevantes de la economía mundial. Acotó que todo ello tenía particular incidencia en las perspectivas de crecimiento para el mundo más allá del 2010. Un Consejero destacó que, aunque las principales economías habían mantenido en lo grueso las perspectivas de hace un mes, había ciertas economías de menor tamaño relativo que comenzaban a exhibir mayor vulnerabilidad y que requerirían de más atención. Un Consejero añadió que existía una gran incertidumbre sobre la dirección de los flujos de capitales, resultado de muchos países con cuentas corrientes superavitarias, y la consecuente evolución de los tipos de cambio.

Varios Consejeros resaltaron el alza del precio de las materias primas en el último mes. Un Consejero señaló que el aumento más reciente no parecía estar dominado por efectos cambiarios y que su implicancia sobre las proyecciones de inflación a mediano plazo debería ser evaluada oportunamente. Un Consejero también manifestó su preocupación por este tema, agregando que, de persistir los significativos aumentos de estos precios, podrían afectar las expectativas inflacionarias.

Varios Consejeros coincidieron en que las condiciones crediticias se habían vuelto menos estrechas. Un Consejero destacó que la menor incertidumbre y las positivas cifras de actividad parecían dar inicio a un cambio de portafolio gradual en los agentes de mercado, con lo que la alta liquidez comenzaba a generar un importante efecto expansivo de la política monetaria. Agregó que la baja en las tasas de interés tanto del mercado monetario como de largo plazo podía estar reflejando aquello. Un Consejero llamó la atención sobre el hecho de que los mercados de renta fija habían observado algunas correcciones a la baja en sus tasas de interés, revirtiendo alzas previas. Con estos movimientos, añadió, que responderían principalmente a noticias provenientes del frente interno, prácticamente se había eliminado la brecha que existía entre las señales de política y las tasas de mercado. Apuntó además que el crédito, visto en forma agregada, no mostraba todavía un claro

repunte y que las tasas de interés habían alcanzado los niveles previos a la crisis y que en algunos segmentos se seguían observando correcciones a la baja, lo que podía explicarse en alguna medida por la mayor selectividad en las operaciones cursadas. Prosiguió este Consejero indicando que los bancos reportaban una leve mejoría en las condiciones crediticias ofrecidas a los clientes y una mayor demanda por crédito. En su opinión, este era un antecedente importante pero parcial, de manera que debía ser procesado con precaución. Indicó que, si se consideraba toda la información disponible, podía argumentarse que efectivamente el cuadro en materia de crédito había evolucionado en un sentido positivo, pero estaba todavía lejos de lo que se podría calificar como un cuadro normal, lo que suponía el retorno a un crecimiento razonable y sostenible de las colocaciones bancarias.

Varios Consejeros llamaron la atención sobre la creciente evolución de los saldos de la FLAP. Un Consejero resaltó que mantenía algún grado de preocupación por los efectos que tendría la reducción de los saldos acumulados por la FLAP en el transcurso de los próximos meses. Indicó que, por el momento, esos efectos se visualizaban como muy acotados, pero de todas formas parecía conveniente seguir dicho proceso con atención.

Un Consejero reiteró su preocupación por la tasa de crecimiento de los salarios nominales, en particular porque se mantenía en niveles superiores a 5% anual, lo que podía ser reflejo de una dificultad para ajustarse a las condiciones cíclicas actuales.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros concordaron en que el escenario macroeconómico no había experimentado cambios significativos, por lo que la recomendación de mantener la TPM en su actual nivel, por lo menos hasta el segundo trimestre del 2010, permanecía plenamente vigente. Un Consejero agregó que la política monetaria había apoyado decididamente la recuperación y debía seguir cumpliendo ese rol. Por ello, en su visión, el principal riesgo que se enfrentaba en este momento era el de retirar el estímulo monetario prematuramente. Un Consejero acotó que se debía seguir con cuidado las potenciales desviaciones de la inflación respecto de su trayectoria esperada, en particular respecto del retraso de la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de políticas. De ocurrir dichas desviaciones, concluyó, se debía aplicar una política monetaria coherente con ello.

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 0,5% anual.