

Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2011

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°171, celebrada el 14 de junio 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.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur 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 Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Luis Opazo Roco; 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; el Economista don Felipe Labbé Castillo; y la Secretario General, doña Marlys 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 junio. 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 ámbito externo, se destacó la preocupación por la compleja situación de Europa y el menor crecimiento de Estados Unidos. Se indicó que no se podía perder de vista que, en perspectiva, la recuperación global había sido bastante robusta, aunque aún había secuelas de la crisis, pues las pérdidas no habían sido asumidas completamente, lo que afectaba a los mercados y la confianza de los inversionistas. En todo caso, se argumentó que había algunos factores transitorios o puntuales que podían estar detrás del empeoramiento reciente de las cifras de actividad. Por ejemplo, las disrupciones causadas por el terremoto de marzo en Japón y sus efectos sobre la cadena global de oferta. De igual manera, la desaceleración del consumo en el primer trimestre se podía atribuir, en parte, al impacto del mayor precio del petróleo sobre el ingreso real de los consumidores.

Se discutió sobre los efectos de un nuevo bache de crecimiento en los países desarrollados sobre los emergentes, y si estos últimos podrían seguir con el ritmo de crecimiento que mostraban hasta el momento. También se señaló que ante un deterioro adicional de las economías desarrolladas, no había muchos amortiguadores por el lado de política monetaria o fiscal de estos países. En último término, se indicó que lo importante eran las implicancias para Chile. Más allá de si el crecimiento dual era o no sostenible, un tema relevante era el precio de las materias primas, en especial del cobre, y por el momento los análisis y proyecciones coincidían en señalar que los factores estructurales predominaban sobre los altos precios, pero sin descartar la influencia de factores financieros sobre el nivel y volatilidad de los precios.

Se trató la trayectoria de inflación en Estados Unidos y Europa. Se indicó que, pese a que sus registros de inflación total se encontraban por sobre la meta, el mercado había interpretado que esto tendría más bien un carácter transitorio, toda vez que esto se daba en un contexto de debilidad del mercado laboral y de la actividad. Así, más allá del traspaso de los mayores precios de los alimentos y el petróleo en los registros actuales de inflación, era probable esperar cierta moderación o un aplanamiento de la inflación en los próximos meses.

2. Opciones

Las antecedentes del último mes llevaban a proponer como opciones relevantes un alza de 25 puntos base (pb) de la Tasa de Política Monetaria (TPM), hasta 5,25%, o mantenerla en 5%.

En el IPoM de marzo, se había señalado que los riesgos para la inflación y el crecimiento económico estaban inclinados al alza. En los últimos meses, algunos de los riesgos inflacionarios se habían atenuado, como se reflejaba en el descenso generalizado de las medidas de expectativas de inflación. El aumento de la TPM en Chile, la disminución en los precios internacionales de las materias primas y una propagación acotada de los *shocks* de oferta a otros precios internos habían contribuido en este sentido.

Sin embargo, los riesgos relacionados con *shocks* adversos de oferta y su propagación al resto de los precios aún eran relevantes. Los precios internacionales de las materias primas se mantenían volátiles, los precios internos aún mostraban trasposos de las alzas previas en el mercado internacional, y varias de las mediciones de expectativas inflacionarias todavía continuaban sobre la meta.

Por otra parte, los riesgos relacionados con el ritmo de crecimiento de la economía chilena y la intensidad de uso de los factores internos también seguían vigentes. Los antecedentes disponibles habían llevado a corregir al alza las proyecciones internas de crecimiento del PIB para el presente año.

Como hipótesis de trabajo, se estimaba que las brechas de capacidad en la economía chilena estaban cerradas. Es decir, que no contribuían a reducir la inflación, ni tampoco a acelerarla. Esta era una evaluación que necesariamente continuaría revisándose a la luz de los antecedentes de crecimiento, productividad, desempleo, y también de las presiones que se observarían sobre la inflación y los salarios.

La consecuencia era que la economía nacional en adelante debería mostrar un ritmo de crecimiento alineado con su potencial. Para ello se requeriría mantener la política monetaria en un nivel neutral, esto es, sin agregar ni restar impulso a la demanda agregada respecto de su tendencia.

Un factor de riesgo era que durante los últimos meses, el ritmo de expansión de la demanda agregada había evolucionado algo más rápido que las estimaciones de la tendencia. El diagnóstico suponía que una parte de este dinamismo reflejaba un componente transitorio, producto del ajuste al acervo de bienes durables de consumo e inversión, y, por otra parte, que la demanda aún no daba cuenta del pleno impacto de la normalización de la política monetaria. Algunos indicadores de ventas de bienes durables mostraban una moderación en el margen, pero demasiado incipiente para concluir sobre un cambio en la velocidad del consumo interno.

No se podía descartar la hipótesis alternativa de un mayor dinamismo de la demanda que perdurara por más tiempo, impulsado por la tracción del mercado laboral y, posiblemente, también por una aceleración del crédito. Si este fuera el caso, no se podía descartar que más adelante se requiriera de un ajuste más pronunciado de la política monetaria.

Por otra parte, la evidencia de un debilitamiento en el crecimiento de las economías desarrolladas apuntaba en la dirección opuesta. Los alcances de esta situación sobre las proyecciones de la economía mundial aún eran difíciles de precisar, y no se podía descartar que solo se tratara de un bache transitorio. Existían factores puntuales que habían incidido negativamente en el crecimiento mundial, pero que se revertirían en el corto plazo, como los efectos del terremoto y maremoto de Japón sobre la cadena mundial de producción. También estaba el impacto del alza del petróleo sobre el consumo global y el crecimiento de las ventas.

Asimismo, había elementos más permanentes, cuyos efectos sobre el crecimiento eran más difíciles de estimar. Estos eran bien conocidos y se relacionaban con la debilidad de los balances de los consumidores, gobiernos y bancos de las economías desarrolladas.

Otra fuente de incertidumbre era la intensidad que tendría la desaceleración de China en respuesta a las mayores presiones inflacionarias que se observaban en esa economía.

Por el momento, los efectos observados sobre la economía chilena de este mayor pesimismo externo eran acotados, en lo que se refería a la evolución de los términos de intercambio, proyección del crecimiento de socios comerciales y disponibilidad de financiamiento internacional. Sin embargo, esta era una situación que debería continuar observándose con cuidado.

En este contexto, el balance de riesgos para la inflación aconsejaba continuar retirando estímulo monetario para alinearse con los rangos que históricamente habían sido considerados como neutrales, actuando en forma preventiva para atenuar el dinamismo de la demanda interna y contener la propagación de *shocks* adversos de oferta. La recomendación de elevar la TPM en 25pb era consecuente con ello.

Respecto de los próximos pasos para la política monetaria, era probable que se requirieran alzas adicionales de la TPM, pero, a la vez, sería necesario dar tiempo a que operaran los ajustes ya realizados a la política monetaria. Los próximos pasos deberían calibrarse según la respuesta de la economía y sus proyecciones, así como la evolución del escenario internacional.

3. Decisión de política monetaria

En el escenario internacional, todos los Consejeros coincidieron en que los datos económicos de las últimas semanas no habían sido favorables. En particular, por la falta de definición sobre la situación en Europa e indicadores débiles de actividad en varias economías desarrolladas, especialmente en Estados Unidos. También se destacó que China y otros países emergentes mostraban señales de desaceleración. Algunos Consejeros resaltaron que, aunque estas noticias eran recientes, probablemente las proyecciones de inflación de mercado habían descendido a nivel global, como ya lo mostraban los indicadores de compensaciones inflacionarias.

Un Consejero destacó que, a pesar de que las expectativas de mercado sobre la recuperación en las economías desarrolladas se debilitaban, las condiciones que enfrentaba Chile permanecían bastante favorables. El crecimiento mundial era satisfactorio, el precio del cobre seguía alto y las tasas de interés en niveles bajos. Otro Consejero añadió que el problema central en las economías desarrolladas es que no disponían de espacios de política macroeconómica para compensar un potencial retroceso en su proceso de recuperación. A esto se agregaba la posibilidad de que algunas de las economías emergentes que lideran el crecimiento en el mundo, en particular China y Brasil, pudieran entrar en un proceso de desaceleración.

Un Consejero indicó que, a su juicio, se estaba consolidando un escenario en que las economías desarrolladas tendrían un bajo crecimiento durante un período prolongado. En él, agregó, la política monetaria de estos países probablemente se mantendría expansiva a medida que se fuesen reduciendo los grados de libertad de la política fiscal, mientras que en las economías emergentes continuaría moviéndose hacia niveles neutrales o contractivos. En consecuencia, existía un escenario de riesgo que podría generar un desalineamiento cambiario vinculado a flujos financieros difícilmente acomodables. Sin embargo, en su opinión, este no era el escenario base, sino que un escenario de riesgo.

En cuanto a la actividad interna, todos los Consejeros destacaron que esta se mantenía dinámica. Señalaron también que había señales de desaceleración en el margen, pero que aún era temprano para verificar si se trataba de una tendencia o no. También subrayaron el dinamismo del mercado laboral, pese a que en la última medición de salarios se había registrado un menor crecimiento anual. Un Consejero indicó que la caída en la tasa de desempleo, descontados los efectos de estacionalidad, mostraba que cada vez era más probable que se estuviera por debajo de la tasa natural de desempleo.

Respecto de la inflación, todos los Consejeros coincidieron en que las expectativas de mercado mostraban descensos en los últimos registros. Un Consejero resaltó que existían varios elementos sobre la trayectoria de la inflación que debían ser procesados con atención. Primero, los registros anuales subían de forma gradual, pero constante. Segundo, la inflación acumulada en los primeros cinco meses del año daba cuenta de un ritmo o velocidad relativamente importante. Y, tercero, las medidas de inflación subyacente, si bien todavía en niveles bajos, mostraban una tendencia ascendente en los últimos meses. Un Consejero llamó la atención sobre el hecho que las expectativas de crecimiento y, especialmente, de inflación habían reducido su dispersión. Con ello, indicó, se consolidaba un escenario de corto y mediano plazo mayoritario, que además coincidía con la visión del Banco sobre la economía. Un Consejero señaló que los riesgos inflacionarios no habían desaparecido, en particular por potenciales propagaciones indeseadas de los *shocks* de precios internacionales a otros precios, que dificultaran la reducción de la inflación desde la parte superior del rango de tolerancia hacia la meta.

Sobre la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que las opciones de mantener la TPM en 5% o aumentarla hasta 5,25% eran plenamente plausibles. Un Consejero indicó que mantener la TPM era coherente con un escenario externo más complejo, que inevitablemente tendría consecuencias en la economía nacional. También lo era con tasas de interés externas extraordinariamente bajas y que aparentemente se mantendrían en esos niveles por bastante tiempo. Esto, teniendo en cuenta las implicancias cambiarias de un ensanchamiento de la brecha de tasas de interés. Por último, señaló que la baja en las expectativas de inflación internas también apoyaba esta última opción, lo mismo que la necesaria pausa que se debía hacer para analizar los efectos de la normalización monetaria del último año. Agregó este Consejero que, más allá de todo lo anterior, se inclinaba por un alza de 25pb, puesto que era la mejor opción considerando los riesgos aún presentes en el frente interno. Un alza de 25pb era coherente con un ajuste monetario más pausado que el de los últimos meses, lo mismo que con el dinamismo de la demanda interna y con el riesgo que esta se moderara más lento que lo esperado. Mencionó que también era congruente con la estrategia preventiva seguida hasta ahora. Finalizó indicando que estimaba que ya se estaba en un nivel de TPM que vislumbraba un período de ajustes más pausados, donde los ajustes adicionales serían dependientes de la nueva información que se recibiera.

Un Consejero señaló que, en su opinión, la economía chilena había culminado un proceso de recuperación post crisis y que se encontraba en un proceso de expansión coherente con sus condiciones estructurales y con condiciones externas que todavía eran favorables. Coherente con ello, añadió que la normalización de la política monetaria se había completado de manera

sustantiva. Dadas las proyecciones y perspectivas, era razonable pensar que eran necesarios ajustes adicionales, pero las condiciones sugerían que dependerían crucialmente de la información disponible y de la evaluación que se hiciera del impacto del aumento de la TPM llevado a cabo en los últimos trimestres. Agregó que la opción de aumentar la TPM en 25pb se justificaba, porque llevaría la tasa a valores más cercanos al promedio histórico asociado a la neutralidad y, en ese sentido, era más coherente con la posición cíclica de la economía y con los riesgos de mayor incubación de presiones inflacionarias que podrían observarse.

Un Consejero destacó que si bien la TPM ya se ubicaba en un rango de valores que se podían considerar normales, el ajuste monetario correspondiente a este ciclo aún no había concluido. Aumentar la TPM en 25pb recogía de mejor forma esta consideración. Como toda decisión, planteó que esta conllevaba riesgos, pero, en su opinión, eran menores que los que se asumirían si se optaba por una pausa. En todo caso, agregó, era importante indicar que los próximos pasos deberían ser evaluados con atención, dependiendo de los antecedentes que se acumularan.

Un Consejero opinó que, si bien el desenvolvimiento del escenario macroeconómico había sido hasta ahora coherente con la meta de inflación —con una influencia relevante de la conducta de la política monetaria—, las decisiones debían tomarse mirando los escenarios más probables. Dichos escenarios, a su juicio, requerían de una instancia de política monetaria en torno a sus rangos neutrales, con toda la incertidumbre respecto de cuál era el nivel neutral. Por ello, creía que la TPM debía seguir subiendo acorde la economía continuara en una senda de sólida expansión, pues, en este caso, para que la inflación se alineara con la meta se requería de un menor impulso monetario. Agregó este Consejero que, hasta ahora, la política monetaria había actuado de manera preventiva y congruente con la evolución de la economía y sus riesgos. Esto permitía tomar la decisión de reducir el ritmo de ajuste de la TPM o incluso hacer una pausa. En su opinión, la trayectoria que había traído la política monetaria y la necesidad de un menor estímulo, aconsejaban seguir subiendo la TPM. Finalizó indicando que, probablemente, en los meses siguientes podrían hacerse pausas, pero hasta ahora la estrategia de anticipación realizada estaba rindiendo frutos y lo prudente era continuar con ella.

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 5,25% anual.