

Reunión de Política Monetaria

MARZO 2011

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°167, celebrada el 17 de marzo 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 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 Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Luis Opazo Roco; 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 sobre el impacto que tendría el terremoto y maremoto de Japón tanto en la economía de ese país como en la actividad mundial. Se mencionó que una estimación, aunque imperfecta, basada en la comparación de la evolución de la bolsa luego de este terremoto con la que hubo tras el de Kobe en 1995, sugería que el costo de la catástrofe actual sería 2,5 veces el de Kobe, que fue del orden de US\$100 billones; y que, aun cuando la zona afectada en esta ocasión era menos industrial, lo que ocurría con las plantas nucleares podría agudizar la pérdida económica. Se agregó que debía considerarse también la pérdida a la que se exponían las compañías de seguros. Se acotó que si bien las reaseguradoras eran locales, la fracción de seguros era menor que en otros países. Con todo, el valor bursátil de las reaseguradoras había caído en torno a 5% y sus CDS habían aumentado.

Respecto de los precios de las materias primas, llamó la atención la evolución diferente del precio de los alimentos, en particular la caída del correspondiente al trigo, respecto de la del petróleo que seguía al alza. Se indicó que esto podía obedecer a la evaluación del mercado de que habría factores más bien transitorios incidiendo en el precio de los productos agrícolas, mencionándose mejores expectativas de producción, que deberían atenuar sus movimientos y/o implicar una leve reversión en el futuro.

En lo interno, se analizó el comportamiento del crédito. Se señaló que las actuales tasas de crecimiento eran inferiores a las observadas en períodos de rápida expansión de la demanda. Esto era especialmente notorio en los créditos comerciales y no era claro si la moderación se explicaba por el lado de la oferta o de la demanda. Se mencionó que las cifras de préstamos podrían ser mayores si se consideraban fuentes de endeudamiento distintas del bancario. Se agregó que en el caso de las empresas, alguna información indicaba un mayor financiamiento de la inversión con recursos internos.

Se revisó la trayectoria de las diversas medidas de expectativas de inflación, especialmente de aquellas que se derivaban de los precios de los activos financieros. Se examinó la influencia de su volatilidad en las compensaciones inflacionarias, así como de factores técnicos propios de estos mercados. Se agregó que no se podía descartar que las tasas de interés de los instrumentos del Banco estuvieran siendo afectadas por una corrección de sus movimientos luego del anuncio de la intervención o por el retorno de los fondos de pensiones al mercado local. Esto, dada la búsqueda de activos más seguros ante el mayor riesgo global que representaban los conflictos en el Medio Oriente y norte de África, así como los acontecimientos en Japón.

2. Opciones

Los antecedentes acumulados desde la reunión anterior llevaban a proponer como opciones para esta ocasión un aumento de la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 25 o de 50 puntos base.

La estrategia de política monetaria delineada en el IPoM de diciembre contemplaba retirar gradualmente el estímulo monetario, incluyendo la posibilidad de pausas transitorias durante el proceso. Esa gradualidad buscaba equilibrar, por una parte, las presiones inflacionarias derivadas del cierre de holguras en la economía nacional y condiciones monetarias todavía expansivas, con una situación internacional aún débil y perspectivas de bajas tasas de interés por un largo tiempo en las economías desarrolladas.

Desde diciembre a la fecha, la evolución de la inflación y del crecimiento no se alejaba mayormente del escenario delineado en el IPoM. Los indicadores de inflación de tendencia seguían en una trayectoria de normalización, aumentando por debajo de 3% anual. Los antecedentes de actividad daban cuenta de un dinamismo algo mayor de la economía chilena y mundial, lo que implicaba un cierre más rápido de las holguras de capacidad interna y externa. Aunque este último factor podía agregar presiones inflacionarias en el margen, no modificaba sustancialmente el escenario anticipado en el IPoM de diciembre. Más aún, se estimaba que las perspectivas de crecimiento mundial podrían sufrir recortes en las semanas venideras, como resultado de los problemas políticos en los países árabes y sus consecuencias sobre la oferta de petróleo y del terremoto en Japón.

En el corto plazo, se preveía que el aumento del precio del petróleo a nivel mundial y su traspaso a los precios locales impactaría la inflación medida por el IPC, particularmente en marzo. Aunque, en principio, era un ajuste puntual de precios relativos —cuyos efectos sobre la inflación deberían ser transitorios—, un factor de preocupación era que había sido acompañado de un aumento de las expectativas inflacionarias desde enero a la fecha.

La conjunción de *shocks* de oferta, mayores expectativas de inflación y un crecimiento elevado de las ventas y el empleo podía crear condiciones propicias para una mayor propagación de *shocks* puntuales al resto de los precios. Esta situación podría generar presiones inflacionarias más duraderas, que luego deberían ser compensadas por un endurecimiento mayor de la política monetaria. Una preocupación fundamental de la política monetaria era contener estos efectos de segunda vuelta.

En este contexto, aunque la opción de elevar la TPM en 25 puntos base podría justificarse a la luz de la evolución reciente de los indicadores de crecimiento e inflación en Chile, además de los riesgos externos mencionados, en esta oportunidad se consideraba conveniente plantear un aumento mayor, de 50 puntos base, con el fin de contribuir a estabilizar las expectativas inflacionarias.

Con respecto a las consideraciones tácticas, en esta ocasión parecía recomendable alejarse de la opción mayoritaria del mercado y aumentar la TPM hasta 4%. Sin embargo, esta opción estaba dentro de las alternativas consideradas por una fracción relevante de los operadores y analistas que participaban de las encuestas de expectativas del Banco, y también por los precios de los contratos financieros.

3. Decisión de política monetaria

En el plano externo, todos los Consejeros destacaron que las principales novedades del mes se concentraban en las tensiones en Medio Oriente y el norte de África, con su consecuente efecto en el precio del petróleo, y los efectos del terremoto y maremoto en Japón. Un Consejero indicó que la catástrofe en Japón no solo tendría implicancias sobre el ritmo de crecimiento de los socios comerciales chilenos, sino que también podría afectar los precios de los activos financieros y los productos básicos. Sin perjuicio de lo anterior, en opinión de todos los Consejeros, los antecedentes previos a estas noticias reafirmaban un mayor crecimiento mundial, a la vez que despertaban una creciente preocupación por la inflación global. En todo caso, los Consejeros coincidieron en que los efectos de los últimos desarrollos debían ser seguidos con atención. Varios Consejeros resaltaron también el hecho que los precios de algunos alimentos habían mostrado un cierto retroceso o moderación en su evolución. Un Consejero señaló que, a su juicio, la noticia más destacable era que la recuperación en Estados Unidos parecía sostenerse con mayor fuerza, y que los altos precios de los productos básicos —más allá de factores de oferta puntuales— se instalaban como una nueva realidad, lo que contribuía a acrecentar la preocupación por la inflación en varios países.

Un Consejero subrayó que, aunque las expectativas de crecimiento de las economías desarrolladas habían aumentado marginalmente, los riesgos vinculados a la salida de la crisis financiera se mantenían elevados, especialmente en la Zona Euro. Agregó que, según los contratos a futuro, las tasas de política monetaria en Estados Unidos, el Reino Unido y la Zona Euro comenzarían a elevarse durante este año, pero lo harían muy lentamente. A mediados del 2012, estos contratos proyectaban que estas tasas serían todas inferiores a 2%, lo mismo que en el resto las economías desarrolladas más relevantes.

En el plano interno, todos los Consejeros coincidieron en que la actividad seguía mostrando un alto dinamismo. Varios Consejeros manifestaron que, pese a que el dato de actividad económica de enero había sido superior al proyectado por el mercado, no se alejaba mayormente de lo considerado en el IPoM de diciembre. Un Consejero resaltó que los datos recientes eran coherentes con las perspectivas avizoradas hace varios trimestres, corroborando que las condiciones para un crecimiento de la economía este año eran sólidas. Algunos Consejeros señalaron que, en su opinión, la brecha de capacidad ya estaba cerrada. Varios Consejeros destacaron el crecimiento de las remuneraciones. Uno de estos Consejeros agregó que la acelerada creación de empleo empezaba a indicar estrecheces en el mercado laboral, lo que podría tener repercusiones negativas sobre los costos.

En el frente inflacionario, todos los Consejeros coincidieron en que la principal noticia era el aumento en las expectativas de inflación. Algunos Consejeros destacaron que el aumento en el precio internacional de los alimentos, los mayores precios esperados del petróleo y el cierre de brechas internas estarían tras esta proyección de mayores precios, lo que, por lo demás, era un fenómeno bastante generalizado en el mundo emergente. Un Consejero indicó que, aunque las fuerzas apreciativas seguían en operación, el peso había oscilado e incluso se había depreciado respecto de la última reunión, agregando o, por lo menos, no restando presión sobre los precios internos. Un Consejero subrayó que era importante reiterar que la normalización de las condiciones monetarias y de la demanda en los últimos trimestres era en sí misma coherente con una normalización de las medidas subyacentes de inflación, las que deberían ir aumentando gradualmente en los próximos trimestres. Acotó que tanto la evolución de los salarios como el dinamismo del mercado laboral eran prueba de ello.

Un Consejero resaltó que, dados los elevados precios externos de los productos básicos, en los meses siguientes se observarían, probablemente, registros de inflación algo más abultados. Algunos Consejeros indicaron que, en principio, no era esperable que la propagación del *shock* actual de precios externos fuera similar a la observada en el ciclo anterior de los años 2007-2008. Agregaron que aunque había ciertas similitudes, como el aumento en el precio de los alimentos y del petróleo, lo mismo que el cierre de brechas, había también diferencias importantes. Entre ellas, que el tipo de cambio se mantenía relativamente estable, que los ajustes de precios ocurridos en años anteriores indicaban que existiría un margen mayor que el de aquel entonces para absorber aumentos de costos sin presiones de precios y que la brecha hoy sería menos estrecha que en el bienio 2007-2008.

Acerca de la decisión para la TPM, todos los Consejeros coincidieron en la necesidad de seguir retirando el estímulo monetario, a lo que en esta ocasión se

agregaba que era oportuno realizar un ajuste de la TPM que diera una señal clara del compromiso del Banco con la meta de inflación. Un Consejero manifestó que, dada la importancia de las expectativas en materia inflacionaria, era clave no subestimar este fenómeno. En su opinión, el mero hecho que el Banco fuera explícito sobre este tema, manifestando su preocupación y su firme compromiso con la meta, ayudaría a mitigar efectos indeseados sobre las expectativas. Señaló que, no obstante, creía que al menos en esta oportunidad se requería de algo más concreto, que dejara en claro que el Banco Central no toleraría que la inflación se alejara de la meta. Por ello, el retiro del estímulo monetario debía realizarse a una velocidad algo más pronunciada que la que venía haciéndose en los últimos meses. Por todo lo anterior, concluyó que se inclinaba por aumentar la TPM en 50 puntos base. Subirla en 25 puntos base no sería coherente con la preocupación por el aumento de las expectativas de inflación de mercado y con la importancia de dar una señal fuerte en esta materia.

Un Consejero opinó que los antecedentes recogidos en el mes corroboraban el mensaje principal de política monetaria entregado en los últimos meses, que era una normalización gradual de la TPM hacia niveles más bien neutrales hacia fines de este año. Agregó que existían dos elementos que le parecían importantes para el devenir de la política monetaria. Primero, el aumento de las expectativas de inflación era, evidentemente, un tema que justificaba una preocupación. Sin embargo, dada la posición cíclica de la economía mundial e interna en la actualidad, las perspectivas cambiarias y el reconocimiento explícito de los riesgos que estos eventos tenían, creía que se debía ser cuidadoso en no sobredimensionar el problema de expectativas inflacionarias a mediano plazo. En todo caso, a su juicio, la tasa de interés era baja en ese momento, y el espacio para recoger el impulso monetario era amplio, por lo que se generaba una instancia que favorecía un mayor ajuste para prevenir una consolidación de la incertidumbre inflacionaria. En segundo lugar, destacó que, aunque las perspectivas para la economía mundial habían mejorado, aún había elementos altamente inciertos, lo que no era recogido adecuadamente por los datos de consenso o el promedio de las proyecciones. La situación en Europa era delicada, y no existía claridad sobre la evolución del sistema financiero ante los posibles ajustes en la deuda. Además, Estados Unidos debería converger a tasas de crecimiento menores a las de las últimas décadas, y se esperaba una desaceleración en varios países en desarrollo. Por último, este Consejero señaló que, teniendo presente el espacio que existía para la normalización de la política monetaria, en esta oportunidad se justificaba un alza de 50 puntos base.

Un Consejero expresó que un alza de 25 puntos base era, en principio, coherente con la estrategia de normalización gradual seguida hasta ahora y con los niveles que se esperaba alcanzar a fines de año. Sin embargo, agregó que un aumento

de 50 puntos base tenía ventajas. Entregaría una señal potente de que el Banco Central adoptaría las medidas necesarias para mantener la inflación alineada con la meta en un horizonte de mediano plazo. Añadió que, si bien sería una decisión algo sorpresiva, porque la apuesta mayoritaria del mercado era por un alza de 25 puntos base, sería bien asimilada por este.

Un Consejero resaltó que, en lo fundamental, la economía chilena exhibía una mezcla de indicadores que aconsejaban una mayor preocupación por la inflación. A su juicio, la suma de *shocks* inflacionarios provenientes del exterior y diversos factores internos —el alza del transporte público, la aceleración de los salarios, una brecha de PIB que ya se cerró, perspectivas de crecimiento de PIB como del gasto de corto plazo superiores al crecimiento potencial y el dinamismo del mercado del trabajo— constituía una mezcla que no ayudaba a contener los precios. Todo lo anterior apuntaba, en su opinión, a que la velocidad de normalización del impulso monetario debería ser algo mayor que la que se preveía a comienzos de año. También indicó que, en un esquema de metas de inflación como el chileno, el ancla de los precios estaba dada por la meta de política y, más concretamente, por el centro del rango de tolerancia. Agregó que esto era cierto siempre que existiera credibilidad sobre la orientación de las políticas del Banco. Frente a la conjunción señalada, la acción del Banco debía tener toda la fuerza necesaria para evitar que esa credibilidad se debilitara, por lo que aumentar la TPM en 50 puntos era la mejor opción en esta ocasión.

Un Consejero destacó que el mayor riesgo que se enfrentaba en la coyuntura actual era el de un mayor traspaso de las alzas de precios de los productos básicos al resto de los componentes del IPC. Añadió que, aunque la aprobación del SIPCO y la posible reversión parcial de los aumentos de los precios agrícolas deberían mitigar en parte el alza de los precios internos y de las expectativas de inflación, no sería lo que garantizara el cumplimiento de la meta de inflación. En particular, porque los riesgos inflacionarios se daban en un contexto en que la economía chilena estaba operando a plena capacidad. Por ello, agregó, se necesitaba de acciones de política monetaria que evitaran los aumentos de las expectativas inflacionarias y la generación de efectos de segunda vuelta que pudieran poner en riesgo la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. Puntualizó que, dado el vigor del crecimiento interno, lo prudente era apurar el ritmo de normalización de la política monetaria. Esto, concluyó, debiera reafirmar el hecho que para el Banco su principal objetivo era la meta de inflación, lo que constituía una garantía para el buen desempeño económico y evitaría ajustes más severos de la política monetaria en el futuro.

Sobre las próximas decisiones de política monetaria, un Consejero resaltó que la decisión de esta reunión no implicaba marcar una nueva tendencia a futuro, la

cual se debería ir evaluando con los antecedentes disponibles a cada momento. A este respecto, agregó que no debía perderse de vista que las mediciones de inflación subyacente se mantenían acotadas.

Un Consejero destacó que con los antecedentes hasta ahora disponibles, la decisión de aumentar en 50 puntos base no representaba, necesariamente, un cambio sustancial en la magnitud requerida del ajuste de la política monetaria en los próximos trimestres, sino que más bien reflejaba un cierto adelantamiento de parte del ajuste, dada la genuina preocupación por las perspectivas de inflación. Concluyó expresando que, en las condiciones actuales, era posible que los próximos ajustes volvieran a la gradualidad anterior, en la medida que las condiciones así lo sugirieran.

Un Consejero indicó que, como la TPM se encontraba claramente por debajo de su nivel normal o neutral, existía espacio para aumentarla en 50 puntos base sin comprometer significativamente las decisiones futuras. Agregó que la preparación del IPoM de marzo permitirá evaluar con mayor precisión si, más allá de esta decisión, correspondía o no acelerar la normalización de la política monetaria en los próximos meses.

Un Consejero hizo presente su preocupación por el hecho que mientras las tasas se mantendrían bajas por un período anormalmente elevado en el resto del mundo, en Chile se aceleraría su normalización, lo que pone una nota de duda respecto de un eventual desalineamiento de los precios relativos. En su opinión, esa es una materia que requerirá un seguimiento especial en el futuro cercano.

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 4,0% anual.