

Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2011

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°166, celebrada el 17 de febrero 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 Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán de Ramón Acevedo; 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 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; el Economista don Felipe Labbé Castillo; la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés; y don Jaime Troncoso Rojas.

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/}.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió acerca de las alzas de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas y, en particular, en Estados Unidos. Se mencionó que los datos de actividad económica de Estados Unidos habían mejorado, lo que podía estar

detrás del aumento de las tasas de interés, pero también existían antecedentes de mayor preocupación respecto de la situación fiscal de ese país. También se resaltó la diferencia entre los factores detrás de las mayores tasas de interés en Europa y Estados Unidos, en especial por las distintas perspectivas para la inflación en estas zonas económicas.

2. Opciones

Tanto los antecedentes acumulados desde la última reunión como los aspectos tácticos y comunicacionales, hacían que la opción recomendable en esta oportunidad fuera aumentar la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base, hasta 3,5%.

El escenario delineado en el último Informe de Política Monetaria (IPoM) contemplaba una trayectoria gradual de normalización de la TPM. En la reunión anterior se hizo una pausa, en coherencia con este escenario, pero indicando en el respectivo comunicado que se mantenía la necesidad de seguir retirando el estímulo monetario de la economía.

Los antecedentes del último mes apuntaban a mejores perspectivas de crecimiento mundial, con expectativas de que la inflación global iría al alza y aumentos de las tasas de política en varias economías emergentes. En el plano interno, pese a la apreciación del peso, se observaba un aumento de las expectativas privadas de inflación, a la vez que el crecimiento continuaba dinámico. Estos antecedentes eran coherentes con el escenario central del IPoM y tendían a atenuar los riesgos planteados para el crecimiento mundial en dicho Informe. Estas circunstancias confirmaban la necesidad de continuar retirando el estímulo monetario, y sugerían como alternativa más plausible para esta reunión un aumento de 25 puntos base para la TPM.

Por el contrario, la opción de mantener la TPM implicaría desviarse de la trayectoria delineada en el último IPoM, sin una justificación en la evolución de los antecedentes económicos más recientes y, particularmente, de las expectativas inflacionarias.

Asimismo, en esta oportunidad, un alza superior a 25 puntos base también podía descartarse como opción, pues, por una parte, aunque atenuados, aún se mantenían vigentes los riesgos de una lenta recuperación de las economías desarrolladas. Por otra parte, si bien se observaba un aumento de las expectativas de inflación, tanto en Chile como en el mundo, esta se debía, en lo principal, a los mayores precios de los alimentos en el mundo. Además, en Chile esto se había

^{1/} <http://www.bcentral.cl/politicas/reuniones-politica-monetaria/index.htm>

dado en conjunto con aumentos de otros precios puntuales y la depreciación del tipo de cambio tras la intervención. Por lo mismo, aún era pronto para establecer cuán persistente era el alza de las expectativas de inflación y si requería de un ajuste en la trayectoria de la TPM. Por último, una aceleración en el ritmo de normalización de la TPM, después de la pausa en enero, podía ser confuso, porque podría interpretarse como un cambio abrupto de las perspectivas del Banco Central para la inflación, lo cual no era el caso.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros destacaron el aumento de las expectativas de inflación a nivel global y local. Un Consejero resaltó que, por la importancia de las expectativas en el proceso inflacionario, era clave no subestimar su aumento. Agregó que el solo hecho de que el Banco Central fuera explícito sobre este tema, manifestando su preocupación y su firme compromiso con la meta inflacionaria, ayudaría a mitigar efectos indeseados sobre las expectativas. Un Consejero indicó que existían varios factores que podían explicar el aumento, entre ellos, la consolidación de un alza importante del precio de los alimentos y otras materias primas, que representaba una amenaza para la inflación en muchos países, y el hecho que las perspectivas de actividad en algunos países desarrollados mejoraran, dando cuenta, especialmente en Estados Unidos, de que los escenarios de mayor debilidad aparecían como menos probables. Mencionó que una tercera causal podía ser el impacto de la intervención cambiaria, ya sea por su efecto directo en el nivel del tipo de cambio nominal o porque se interpretó como una mayor disponibilidad para aceptar una mayor inflación en el proceso de ajuste de tipo de cambio real. Añadió que todos estos elementos eran potencialmente válidos en un conjunto amplio de países en desarrollo, aunque algunas de estas hipótesis parecían más plausibles que otras. En su evaluación, el aumento de los precios de los alimentos y del petróleo no solo impactaba directamente la inflación en Chile y en otros países, sino que reflejaba una demanda mundial pujante. Finalizó, indicando que la experiencia inflacionaria del 2007-2008, aunque con condiciones muy diferentes, debía ser adecuadamente ponderada, aunque ahora los aumentos de precios fueran menores en términos porcentuales que entonces.

Respecto del escenario de inflación y actividad local, todos los Consejeros destacaron que se enmarcaba, en lo fundamental, dentro de lo previsto en el IPoM de diciembre. Un Consejero señaló que se mantenían sólidas las condiciones que sostenían la expansión de la actividad local y no se advertían cambios muy relevantes en un horizonte previsible, por lo que se podía reafirmar el panorama de crecimiento anticipado para los próximos trimestres. Un Consejero manifestó que los datos internos no sugerían una aceleración de la actividad y la demanda,

por lo que creía que las mayores expectativas de inflación no necesariamente recogían la visión de un cierre de brechas de capacidad más rápido que lo esperado hace un par de meses. Un Consejero resaltó el significativo aumento de la cifra de crecimiento del PIB esperado por los analistas para este trimestre, lo que, de cumplirse, implicaría una reversión en el signo de la brecha de PIB antes de lo proyectado.

En cuanto a la evolución del escenario internacional, todos los Consejeros coincidieron en que las noticias eran algo mejores, aunque se mantenía la incertidumbre en Europa y la preocupación por los elevados indicadores de riesgo financiero en los países de la periferia de ese continente. Un Consejero destacó que aunque los riesgos para el escenario mundial antes identificados no han desaparecido, el foco de las preocupaciones se ha ido desplazando hacia los efectos de la recuperación en curso y los desafíos de política que esta conlleva para las autoridades.

Sobre las presiones de costos, algunos Consejeros destacaron la tendencia creciente de la variación anual del costo de la mano de obra, hecho que no se había observado de manera preocupante con anterioridad. Un Consejero agregó que este incremento era congruente con la significativa reducción de holguras que se observaba en el mercado laboral. También en el ámbito de las presiones de costos, un Consejero hizo presente que las restricciones enfrentadas por el sector de generación y distribución eléctrica podrían presionar al alza los precios que enfrenten los hogares y los costos de producción de las empresas.

Respecto del tipo de cambio, todos los Consejeros mencionaron la apreciación del peso en el último mes, lo que había hecho converger la paridad peso/dólar a niveles similares a los observados al momento de iniciar el programa de compra de reservas. Varios Consejeros señalaron que la apreciación del peso en las últimas semanas daba cuenta de que las fuerzas internas y externas que sustentaban la apreciación real del peso eran significativas. Un Consejero agregó que no por ello podía descartarse que una percepción muy positiva o agresiva sobre el comportamiento de la economía nacional pudiera estar contribuyendo a la apreciación del peso. Un Consejero indicó que aunque el peso se había apreciado, este fortalecimiento era menor que el que se hubiera registrado si el Banco Central no hubiera decidido intervenir en el mercado. Añadió que si bien la apreciación del peso quitaba en algo las presiones inflacionarias, los riesgos seguían siendo al alza, en particular por el potencial traspaso de las alzas de los precios de los alimentos a otros precios y por los aumentos en las expectativas de inflación. Un Consejero manifestó que en la reunión de enero se anticipaba que la depreciación del peso agregaría algunas décimas a la tasa de variación del IPC

en el curso de los próximos meses. Sin embargo, resaltó que las noticias recientes introducían una nota de cautela e incertidumbre sobre la materia.

Sobre la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que las noticias del último mes hacían que la estrategia de retiro gradual del estímulo monetario delineada en el IPoM de diciembre seguía plenamente vigente, lo que era coherente con un aumento de la TPM de 25 puntos base en esta reunión. Un Consejero señaló que la preocupación por las presiones inflacionarias reforzaba la estrategia de continuar normalizando la política monetaria. En su opinión, la pausa de la reunión pasada fue perfectamente coherente con esta política, que consideraba, y seguía considerando, algunas intermitencias en el proceso, dependiendo de las condiciones de cada momento. A su juicio, el Banco Central había estado delante de la curva en este ciclo, ajustando su política monetaria correspondientemente. De hecho, subrayó que dentro de un grupo de economías de referencia, Chile era el país que más había ajustado su TPM en el último año. Un Consejero indicó que un alza de 25 puntos base era coherente con una normalización gradual de la política monetaria, que cautelara de forma adecuada el objetivo de estabilidad de precios del Banco y, al mismo tiempo, no impusiera una excesiva presión en el mercado cambiario. En su opinión, la situación cambiaria imponía un mayor desafío a la política monetaria, y la intervención generaba naturalmente un alza en las perspectivas de inflación que no era sorpresivo y debía ser, en parte, aceptado.

Varios Consejeros expresaron que, aunque las expectativas de inflación habían subido y se requería de un cuidadoso análisis y seguimiento de este tema, no parecía prudente sobrereaccionar en estos momentos; en especial, porque la inflación efectiva, y particularmente la subyacente, eran acotadas y, pese al alza de las expectativas, se mantienen en el rango de tolerancia del Banco Central. Un Consejero añadió que un adecuado manejo de las expectativas por parte del Banco requeriría, tanto en la comunicación como en las acciones, seguir mostrando un claro compromiso inflacionario, pero sin dejar de otorgar un espacio prudente para el ajuste de precios relativos. A su juicio, este era el principal reto que enfrentaba y seguiría enfrentando el Banco Central.

Sobre opciones distintas de un aumento de 25 puntos base, un Consejero señaló que mantener la TPM por segundo mes consecutivo no sería coherente con la preocupación manifestada por la inflación, porque podría implicar un mensaje confuso para los agentes y las expectativas.

Un Consejero indicó que mantener la TPM entregaría una señal de permisividad del Banco con una mayor inflación, lo que consideraba inadecuado. Sobre un aumento mayor que 25 puntos base, planteó que se justificaría en respuesta a

un empeoramiento significativo de la trayectoria de inflación que requiriese de acciones urgentes, pero que ni los datos ni el contexto actual favorecía esa opción.

Un Consejero sostuvo que una pausa no era razonable, considerando los riesgos inflacionarios incubados y las expectativas de mercado sobre esta reunión. Un alza de 50 puntos base tampoco le parecía una opción razonable, porque entregaría una señal de atraso o premura, que no se condecía con el diagnóstico ni con las señales entregadas en lo más reciente. En su opinión, cualquiera de estas decisiones generaría ruido en el mercado.

Sobre las futuras decisiones de política monetaria, un Consejero manifestó que no podía descartarse que la normalización debiera ir algo más rápido que lo visualizado, pero que este era un asunto que debería ser analizado en las próximas reuniones.

Un Consejero resaltó que la evolución reciente de algunas variables estaba difiriendo de lo delineado en el escenario base del IPoM de diciembre. En particular, creía que tanto la inflación como el crecimiento exhibían riesgos al alza, lo que habría que cotejar en el próximo ejercicio de proyección de mediano plazo. A su juicio, esta mezcla de riesgos al alza en inflación y crecimiento, en un contexto de apreciación cambiaria, era delicada, especialmente cuando los costos laborales comenzaban a hacerse notar. Agregó que el atraso cambiario también podía constituir un síntoma de sobrecalentamiento que convenía revisar oportunamente.

Un Consejero mencionó que si bien las expectativas de inflación han aumentado, aún se encuentran dentro del rango de tolerancia. Sin embargo, en su opinión, un aumento persistente de ellas podría requerir incrementos mayores de la TPM. Por ello, y con el propósito de contener anticipadamente las presiones inflacionarias, era necesario continuar con el ajuste de la TPM en esta reunión. Añadió que consideraba que en el escenario más probable, la TPM seguiría subiendo 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 3,5% anual.