

# Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2010

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°150, celebrada el 11 de febrero 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.

Asisten también el Gerente General Subrogante, Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali; el Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva; 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 Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Gerente de Investigación Económica Subrogante, don Pablo Pincheira Brown; el Gerente de Mercados Financieros Nacionales Subrogante, don Luis Felipe Alarcón Gazmuri; el Gerente de Estabilidad Financiera Subrogante, don Ari Aisen; la Economista Senior, doña Erika Arraño González; la Economista, doña Mariana Garcia Schmidt; 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<sup>1/</sup>.

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

#### 1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió acerca de los factores detrás del incremento en los premios soberanos de algunas economías europeas. Se mencionó que existían diferencias entre estas economías en lo referente a su situación fiscal y especialmente respecto de su déficit de cuenta corriente. Se agregó que en algunas de ellas, como España, el nivel de la deuda pública respecto del PIB no parecía particularmente elevado, a lo que se sumaba que su tasa de ahorro a PIB también era sustancialmente mayor que, por ejemplo, Grecia y Portugal, y los flujos de vencimientos de deuda de corto plazo también eran menores.

Se debatió acerca de la diferencia que se apreciaba en la evolución de la inflación, total y subyacente, en Chile y en otras economías, en lo principal porque la economía chilena había tenido un aumento y descenso de estas medidas mucho más abrupto que el de otros países. Se señaló que existían distintos factores que podían explicar este comportamiento, como la evolución de las holguras de capacidad o los movimientos cambiarios. A ello se agregaban elementos como el grado de apertura de la economía. También se indicó que había factores como el cambio discreto en las expectativas de inflación que podrían haber determinado el comportamiento de la inflación en Chile respecto de lo ocurrido en otros lugares. Se añadía, además, la persistencia de la inflación, que, según algunos estudios empíricos, era localmente mayor que en el exterior. También se mencionó la posibilidad de que factores como la indización de la economía explicaran la diferencia. En todo caso, se concluyó que no era del todo claro dónde estaba la anomalía del proceso inflacionario, si en la subida previa o en la caída posterior.

Se discutió acerca de la evolución reciente del tipo de cambio nominal y los factores que podían explicar este comportamiento. Se señaló que cerca de la mitad de la depreciación observada hasta ese momento se podía atribuir a lo sucedido con los Fondos de Pensiones. Se destacó que el cambio en la posición *forward* de estos Fondos se había dado sin una modificación en la posición NDF de otros agentes, lo que era un fenómeno poco habitual en esta clase de situaciones y probablemente había acentuado el efecto sobre la paridad. También se discutió acerca de cuán transitorios o permanentes podían ser los efectos de estos movimientos sobre el nivel del tipo de cambio nominal, indicándose que la evidencia empírica apuntaba a que había un proceso de reversión, pero que su velocidad era lenta.

## 2. Opciones

---

La principal consideración era cómo se evaluaba la pertinencia de las proyecciones del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre a la luz de la coyuntura reciente, a fin de deducir cambios en la trayectoria implícita de la Tasa de Política Monetaria (TPM) coherente con la convergencia de la inflación a la meta.

Las perspectivas de crecimiento de corto plazo excedían a las del IPoM de diciembre, pero la diferencia se concentraba principalmente en el dinamismo del cuarto trimestre del año pasado. Este mayor dinamismo de la actividad había estado vinculado, en esta ocasión, a sectores distintos de recursos naturales. La demanda interna también mostraba un mayor crecimiento, tanto en el consumo como en la inversión y las existencias. Por otro lado, en el mercado laboral seguía atenuándose el repunte reciente del empleo. En todo caso, no se habían revisado de manera relevante las proyecciones de actividad del primer semestre, lo que reflejaba que, desde el punto de vista de las holguras, estas no sugerían un cierre de brechas radicalmente distinto del previsto.

Desde el punto de vista de la inflación, aunque las proyecciones para el IPC se habían corregido al alza, ello reflejaba el impacto de fenómenos que se estimaban de una sola vez y que la inflación del IPCX1 seguía siendo muy reducida. Con todo, de concretarse los aumentos impositivos previstos, la variación anual del IPC se acercaría a la parte inferior del rango meta a fines del primer semestre del año. Las expectativas de inflación privadas seguían, en todo caso, siendo similares a las proyecciones del Banco en el horizonte habitual de política.

De esta forma, se estimaba que las noticias de actividad e inflación permitían reducir de forma relevante los riesgos que se consideraban en reuniones pasadas, en términos de que las presiones inflacionarias podrían ser indeseablemente bajas por un tiempo más prolongado. Por otro lado, no parecía haber suficiente información en la coyuntura para validar un entorno que requiriera de un retiro del estímulo monetario más acelerado que el previsto, sobre todo en presencia de mayor volatilidad global. Por supuesto, esto no significaba que no se pudiera evaluar dicha posibilidad en los meses venideros. Así, 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 mantendrá en el nivel mínimo de 0,50% al menos hasta el segundo trimestre de este año.

## 3. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros resaltaron que las últimas cifras conocidas eran, en lo grueso, coherentes con las perspectivas planteadas en los últimos meses. No obstante, existían algunas novedades relevantes que requerían de un cuidadoso análisis por sus posibles implicancias a futuro.

Todos los Consejeros coincidieron en que la inflación de enero había sorprendido con un registro superior al esperado. Sin embargo, ello se explicaba fundamentalmente por factores puntuales y por cambios en la metodología de cálculo. Un Consejero indicó que, en su opinión, el alza incipiente en la inflación debía seguirse con particular atención, ya que no se podía descartar que a futuro se tuvieran algunas otras sorpresas en esta materia, situación que ya se había observado en otras economías. Un Consejero agregó que, a su juicio, no se observaban diferencias en la evolución de la inflación al ampliar la cobertura a nivel nacional y que, con todo, las medidas de inflación subyacente aún mostraban presiones inflacionarias muy contenidas y el impacto de los cambios metodológicos solo debía tener efectos transitorios. Un Consejero resaltó que, en su opinión, la principal novedad del IPC de enero era el hecho que la trayectoria futura de la inflación estaba sujeta a una mayor varianza, lo que abría un riesgo importante en adelante. Esta mayor varianza la explicaba tanto por los cambios metodológicos que se venían sucediendo desde el año anterior, cuyos efectos no podían anticiparse, como por las fluctuaciones cambiarias recientes, puesto que una depreciación persistente del peso podría tener un impacto inflacionario. Esto, más allá de que podía darse una combinación de movimientos en el tipo de cambio nominal y en el nivel de precios que redujera el impacto sobre el tipo de cambio real. Agregó que, aunque se proyectaba que la inflación subyacente se mantendría baja en los próximos meses, tenía algunas dudas sobre la dinámica de la inflación. En particular, porque la fuerte caída de la inflación subyacente en Chile difería de lo ocurrido en otros países con similares características, en especial en cuanto a la caída del producto y la evolución del tipo de cambio. Por ello, le parecía que había un componente local no menor en la variación en la inflación subyacente chilena, sobre el cual no tenía claridad total. Si se agregaba que en algunos de estos países se comenzaba a observar una incipiente dinámica al alza en los índices de precios, se podía abrir una interrogante acerca de los fundamentos detrás de suponer cierto aislamiento en la trayectoria interna de la inflación subyacente respecto de la de otros países. Para finalizar, indicó que a ello se sumaba que la evolución de los salarios nominales confirmaba, en parte, esta inquietud.

Todos los Consejeros concordaron en que las cifras de actividad de diciembre habían sorprendido con un registro superior al esperado. No obstante, no era un antecedente suficiente para alterar el escenario base del último IPoM y más bien confirmaba que la economía se encontraba en una clara fase de recuperación. Algunos Consejeros destacaron que las cifras recientes habían llevado al mercado a ajustarse al alza sus proyecciones de crecimiento para este año, acercándolas a las que el Banco sostenía desde septiembre del año pasado. Varios Consejeros resaltaron la vigorosa expansión de la demanda interna. Un Consejero subrayó el dinamismo de la inversión. Un Consejero llamó la atención sobre el hecho que el elevado crecimiento previsto para la demanda, muy por sobre el del producto, era un fenómeno que ya se había observado en el período anterior a la detonación de la crisis en el 2008. Añadió que, si bien el crecimiento estaba bastante en línea con lo previsto en el último IPoM, la evolución de la demanda llevaba a pensar que los riesgos para el crecimiento, que parecían bastante equilibrados hace dos meses, resultaban ahora más bien sesgados al alza. En todo caso, indicó que se contraponía el hecho que si bien las cifras provenientes del mercado laboral eran positivas, aún daban cuenta de una recuperación bastante débil y que, incluso, el crecimiento del empleo había sido inferior al del mes previo. Un Consejero señaló que el ciclo de inventarios ya mostraba señales de empezar a contribuir al crecimiento de la demanda. Planteó también que, aunque hasta ahora se encontraba en línea con el escenario base, el vigor de la recuperación, y su potencial aceleración, tenía implicancias de primer orden sobre el retiro del estímulo monetario. Un Consejero agregó que en ciclos anteriores la economía se había destacado, porque la velocidad de salida había sido superior a la deseada por la autoridad, principalmente por la dinámica del gasto privado. Añadió que aunque ese no era el caso ahora, era un escenario que no podía ser descartado.

Todos los Consejeros llamaron la atención sobre el aumento en la volatilidad de los mercados externos producto de los problemas en algunas economías de Europa. Agregaron que aún no se observaban cambios en las perspectivas de crecimiento mundial, pero que era un tema que debía seguir monitoreándose con cuidado. Un Consejero indicó que, en su opinión, los riesgos en este ámbito habían aumentado y adquirido un sesgo a la baja. Ello, porque lo sucedido en el último mes había puesto de relieve la todavía frágil posición en que se encontraba la economía mundial y el arduo camino que aún quedaba por recorrer para dejar la crisis definitivamente atrás. Por ello, le despertaban preocupación los efectos que produciría el retiro de las políticas de apoyo y estímulo. Un Consejero añadió que se habían prendido algunas luces de alerta respecto de la velocidad de la recuperación, en particular en Europa. Agregó que, a su juicio, aunque el contagio directo de estos problemas sobre la economía chilena era muy limitado, sus repercusiones en la economía global podrían no ser menores.

Todos los Consejeros destacaron el incremento de la paridad peso/dólar en las últimas semanas. Un Consejero resaltó que el principal factor que lo explicaba, más allá de la apreciación mundial del dólar, era el comportamiento de los Fondos de Pensiones respecto de su cobertura cambiaria, gatillado por el cambio de normativas de la Superintendencia de Pensiones. Por ello, añadió, creía que se trataba de un factor cuyo impacto debiera tender a desaparecer en el tiempo. Un Consejero agregó que si bien el tipo de cambio no se ubicaba en un nivel muy distinto del que se había considerado para elaborar proyecciones en meses anteriores, los riesgos de que su trayectoria se desviara habían aumentado. Un Consejero indicó que la significativa depreciación del peso era tal vez la novedad más relevante en el ámbito de las presiones de precios. Señaló, asimismo, que esta depreciación ciertamente respondía en parte importante al comportamiento de los Fondos de Pensiones luego de los recientes cambios normativos, pero que también respondía a otros cambios en el escenario externo, como la apreciación del dólar y la caída del precio del cobre. Añadió que, en todo caso, las holguras en materia inflacionaria podían acomodar esta depreciación sin mayores riesgos y los recientes eventos deberían permitir asegurar la convergencia de la inflación a la meta.

Varios Consejeros resaltaron el cambio en las condiciones financieras, con algún mayor dinamismo del crédito. Un Consejero manifestó que ello era un fenómeno positivo, por cuanto podía estar reflejando tanto mejores perspectivas por parte de los demandantes de crédito como también una mayor disposición de la banca a tomar posiciones menos liquidas y más riesgosas. Indicó que, en todo caso, otras medidas de liquidez, como el M2 y el M3, mostraban todavía tasas de crecimiento acotadas. Un Consejero subrayó que aunque el repunte del crédito bancario era alentador, se requerían más datos para poder confirmar que este había entrado en un proceso de franco repunte o recuperación. Prosiguió señalando que le llamaba la atención que, simultáneamente, las tasas de interés experimentaban alzas importantes en prácticamente todos los segmentos. Planteó que ello podría estar indicando una recuperación de la demanda por crédito, especialmente por parte de clientes con un perfil de riesgo más alto, pero que también podría responder a expectativas de tasas de captación más elevadas en adelante. Agregó que, por cierto, las implicancias de política de uno y otro caso eran muy distintas.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que no existían elementos que llevaran a alterar la trayectoria prevista para la TPM. Un Consejero indicó que, pese a que los eventos recientes habían afectado al alza la inflación en el corto plazo, en su opinión, en adelante el riesgo seguía contrapesado hacia la baja más que hacia el alza.

Un Consejero señaló que, a pesar de algunos antecedentes más promisorios, aún quedaban riesgos importantes, particularmente relacionados con el entorno externo. Ello recomendaba cierta cautela a la hora de hacer proyecciones y tomar decisiones de política. Agregó que también se debía considerar que el mercado conservaba su estimación de que la TPM se mantendría por algunos meses más y que la política fiscal sería menos expansiva este año. Por último, indicó que los riesgos de que la inflación permaneciera baja por un tiempo prolongado se habían reducido, lo que permitía reafirmar el mensaje que la TPM se mantendría en su nivel mínimo al menos hasta el segundo trimestre de este año.

Un Consejero destacó que las expectativas de inflación de corto plazo se habían ajustado levemente al alza y que las de mediano plazo apuntaban con claridad a una convergencia a la meta, conducida principalmente por la recuperación de la actividad y de la demanda interna. En ese sentido, la probabilidad de un escenario de inflación baja por un tiempo prolongado había disminuido significativamente. Agregó que, en todo caso, persistía bastante incertidumbre sobre la trayectoria futura de la inflación y que las noticias del último mes habían reforzado esa percepción. En suma, indicó que el escenario macroeconómico mostraba perspectivas de crecimiento e inflación no muy distintas de las previstas con anterioridad, lo que conducía a reafirmar las señales de política entregadas en los últimos meses. Finalizó mencionando que, si bien los riesgos tanto para el crecimiento como para la inflación mostraban un sesgo al alza, los cursos de evolución futura permanecían todavía muy abiertos. Por ello, lo que correspondía por el momento era monitorear estos desarrollos.

Un Consejero concluyó que las noticias recientes reforzaban las perspectivas de crecimiento para este año, a la vez que mitigaban el riesgo de que la inflación se quedara por debajo de la meta más allá de lo deseable. En su opinión, el amplio conjunto de novedades recientes no debería cambiar por ahora la evaluación de las tendencias inflacionarias, aunque sí sugerían un monitoreo cuidadoso de las posibles desviaciones, de modo de actuar con flexibilidad ante un escenario tan cambiante. Agregó que lo que correspondía era seguir señalando que en el escenario más probable el retiro del estímulo monetario comenzaría en el segundo trimestre de este año, lo cual se debía evaluar en la medida que se acumulara más información sobre el primer trimestre, lo que se podría comunicar con más precisión en el próximo IPoM.

#### **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.