

Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 2010

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°158, celebrada el 12 de agosto 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 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 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 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 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 Gerente de Investigación Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander; 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

En el ámbito internacional, se debatió acerca de las menores perspectivas de inflación que se apreciaban en varias regiones del mundo y se planteó que esto podía responder a la anticipación de una posible desaceleración global. Por otra parte, se indicó que esto coincidía con una depreciación internacional del dólar, por lo que parte de las menores perspectivas de inflación podían estar asociadas a ello.

También se discutió respecto de la desaceleración de EE.UU. y la visión de la Reserva Federal respecto del curso futuro de la economía. Se señaló que la desaceleración era algo esperable, puesto que parte de la recuperación de la economía había obedecido a la reposición de la desaccumulación de existencias de fines del 2008 y parte del 2009. Por ello, la pregunta central debía ser cuál sería el tamaño de su efecto en el crecimiento mundial.

Referente a la economía nacional, se debatió respecto de la evolución del sector construcción. Se indicó que las ventas de viviendas nuevas seguían bajas y que esto no iba muy de la mano con el crecimiento de las colocaciones para la vivienda. Entre las hipótesis que se plantearon estaban un cambio de composición en los préstamos otorgados hacia viviendas de mayor valor o a viviendas usadas. Otra hipótesis era que el alto stock de viviendas hubiera hecho caer los precios de venta de las propiedades.

Se discutió respecto de los recientes desarrollos del mercado laboral, en particular el importante crecimiento de la ocupación, y cuánto de ello correspondería al cambio en la Encuesta de Empleo que realiza el INE. Con todo, se indicó que otras encuestas, en que la metodología no había cambiado, arrojaban un panorama similar.

2. Opciones

Para esta reunión, además de aspectos tácticos y comunicacionales, la principal consideración seguía siendo la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de junio y su coherencia con los antecedentes coyunturales. Así, al igual que en el mes pasado, se evaluaba que la opción más plausible para esta reunión era incrementar la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos base (pb). La información coyuntural y sus implicancias para las perspectivas de mediano plazo de la inflación eran diversas, pero no se consideraba que existiera suficiente evidencia como para evaluar inequívocamente que se debía alterar en esta ocasión el ritmo al cual la política monetaria había comenzado a normalizarse en junio.

Las noticias coyunturales, tomadas de forma aislada, podrían sugerir un incremento distinto de 50pb. Por ejemplo, el dinamismo de la actividad y la demanda interna, junto con el significativo incremento de los niveles de ocupación con respecto a un año atrás, sugerían un cierre de holguras más rápido que el previsto en el IPoM, lo que podría dar pie a un incremento de la TPM mayor que 50pb. Un movimiento de este tipo permitiría dar una señal fuerte de que la política monetaria estaba atenta a que el incremento de la inflación anual por encima de 3% que se esperaba para los próximos trimestres, fuera efectivamente transitorio, afirmando las expectativas de largo plazo en torno a la meta. Asimismo, un movimiento de este tipo ponderaría con mayor fuerza los riesgos de que los precios de los alimentos entraran en una escalada como la observada en el 2007 y 2008.

Por otro lado, la trayectoria de la inflación subyacente era más acotada que la prevista en el IPoM de junio. El tipo de cambio real se mantenía en niveles comparables con aquellos coherentes con los fundamentales de largo plazo, pero de persistir o profundizarse la apreciación del peso, ello podía mitigar las presiones de precios en los próximos trimestres. El entorno internacional seguía siendo voluble, habiendo ahora dudas mayores respecto del vigor de la recuperación económica en EE.UU. Estas consideraciones, de evaluarse que implicaban menores perspectivas de inflación hacia el mediano plazo, podrían sugerir adoptar en esta reunión un ritmo de normalización menor que 50pb.

Un antecedente relevante era que luego se comenzaría a elaborar el IPoM de septiembre, el que podría ponderar con mayor exactitud las noticias coyunturales en la conformación de un escenario de proyecciones para lo que quedaba de este año y para el 2011. En ese proceso se podría evaluar con mayor precisión el ritmo al cual se continuaría normalizando la política monetaria.

Las expectativas privadas, tanto las de analistas como aquellas implícitas en los precios de los activos, consideraban de manera prácticamente unánime que la TPM aumentaría en 50pb. Por lo anterior, y al igual que el mes pasado, una decisión que difiriera de la que esperaba el mercado, fuera con contenidos significativamente distintos del comunicado anterior o con una decisión diferente a la de un aumento de 50pb, probablemente sería sorpresiva. Ello podría señalar que el Banco tenía un diagnóstico distinto del que indicó en el último IPoM y que el Consejo consideraba prudente transparentar dicho mensaje, lo que podía ser prematuro a la vista de que un nuevo Informe de Política Monetaria se divulgaría en septiembre.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que la situación económica externa seguía siendo incierta, destacando las dudas sobre la recuperación económica en EE.UU., las decisiones adoptadas por la Reserva Federal y el efecto de este conjunto de información en los mercados financieros globales. Varios Consejeros indicaron que la probabilidad de un escenario global más negativo al proyectado había tendido a aumentar, lo que era coherente con perspectivas de la inflación bastante acotadas, que incluso se habían ajustado a la baja. Algunos Consejeros señalaron que se estaba conformando un panorama en el que la recuperación de las economías desarrolladas sería lenta —especialmente hacia el 2011— y el impulso de la economía mundial probablemente provendría de las economías emergentes. Agregaron que, a mediano plazo, era difícil pensar en que este desacople fuera permanente, dado los fundamentos de la desaceleración en el mundo desarrollado. Por ejemplo, había indicadores preliminares de una eventual desaceleración en China. Para un Consejero, esto último debía ser interpretado a grueso modo como positivo, toda vez que las políticas contracíclicas —fiscales y monetarias— aplicadas durante la crisis eran, en su opinión, insostenibles. La situación del sistema financiero en ese país exigía medidas precautorias de las autoridades. Un Consejero añadió que, a diferencia de lo ocurrido algunos meses atrás con la crisis en Grecia, cuyas repercusiones fueron fundamentalmente financieras y de corto plazo, actualmente se enfrentaba un panorama que podía resultar en un debilitamiento más duradero. Este mismo Consejero manifestó que, a su juicio, la pregunta central era si la suma de noticias del escenario externo deterioraba levemente el panorama mundial contemplado en el IPoM de junio o el debilitamiento era más severo. Agregó que aún era prematuro para conclusiones precisas, pero que, ciertamente, los riesgos de una desaceleración importante en el mundo eran mayores.

Varios Consejeros mencionaron que los resultados de las pruebas de tensión a la banca europea lograron proveer alguna calma al sistema financiero, aunque un Consejero acotó que los problemas de fondo no se habían resuelto. Un Consejero complementó que la calma de los mercados no se había dado tanto por lo robusto de los resultados, sino porque, probablemente, despejaron ciertas dudas sobre la posición de una parte importante de los intermediarios financieros en Europa. Esto último, toda vez que las tensiones en los mercados de deuda pública en Europa continuaban, y los costos de los seguros de crédito de deuda soberana se habían mantenido muy altos. En su opinión, aún no era posible descartar ruidos en el sistema bancario y, por tanto, una demora en la reactivación del crédito y la actividad en Europa.

Varios Consejeros destacaron que los precios de las materias primas habían vuelto a subir, en particular los alimentos. Un Consejero agregó que la experiencia anterior justificaba cierta inquietud, pero creía que existían dos diferencias respecto del 2007-2008. Primero, los datos sugerían que parte de las bajas de los precios de los alimentos en el 2009 no habían sido totalmente traspasadas, por lo que los actuales márgenes de comercialización serían altos, acotando un eventual traspaso. Segundo, el actual dinamismo de la economía mundial era sustancialmente menor que el registrado antes de la crisis del 2008, por lo que las presiones de precios también deberían ser más acotadas.

En el plano interno, varios Consejeros destacaron que seguía sorprendiendo el dinamismo de la actividad y la demanda interna. Algunos Consejeros indicaron que lo más probable era que el año cerrara con un crecimiento superior al proyectado, lo que también se corroboraba en las encuestas de expectativas. Un Consejero señaló que ello tendía a dar una mayor certeza a la proyección de que el escenario de mayor crecimiento inicial con una suavización posterior era el más probable. Un Consejero planteó que la positiva evolución de la demanda se había visto favorecida por las acciones de política, entre ellas una política monetaria claramente expansiva durante varios trimestres. A su juicio, la demanda debería moderar su expansión en adelante, como ya lo sugerían las cifras más recientes, y adquirir una composición más balanceada. Un Consejero expresó, no obstante, que llamaba la atención que el consumo privado había estado desacelerándose en el margen, lo que constituía algo positivo, puesto que el riesgo de un crecimiento sobredimensionado del consumo parecía amainar. Agregó este Consejero que las cifras fiscales también daban muestra de un crecimiento del gasto acotado en el primer semestre, lo que denotaba una contribución del Fisco a una expansión contenida de la demanda. Un Consejero señaló que, con todo, persistía alguna incertidumbre sobre la evolución de la actividad en el mediano plazo. El riesgo de que adquiriera una velocidad mayor que la visualizada estaba presente. En tal sentido, un factor clave a monitorear era lo referido a la política fiscal y su implementación en lo que restaba del año y el próximo.

Todos los Consejeros manifestaron que los registros de inflación se encontraban dentro de los rangos proyectados, y que los datos puntuales estaban fuertemente afectados por factores específicos, y con una tendencia subyacente acotada. Un Consejero indicó que las proyecciones sugerían que la inflación seguiría subiendo en los próximos meses y se ubicaría en torno al límite superior del rango meta a fines de año, para luego converger hacia la meta en el mediano plazo. Sin embargo, agregó que los bajos registros de inflación subyacente introducían alguna preocupación. Varios Consejeros destacaron la apreciación del peso respecto del dólar, cercana a 5% desde la reunión de julio. Sobre esto último, un Consejero añadió que la situación cambiaria representaba una nota

de cautela, la que junto con claros signos de menores registros de inflación en el mundo podrían mantener acotados los registros de inflación de bienes transables. Esto era coherente con la manifestación de menores presiones inflacionarias en varios países en desarrollo.

Un Consejero destacó que se redujo la dispersión de las proyecciones de la inflación a 24 meses, concentrándose más en torno a la meta de 3%. Así, la preocupación manifestada en la reunión anterior, respecto de que la dispersión había aumentado y que podría marcar una tendencia, se desvanecía.

Respecto de la decisión de política, todos los Consejeros coincidieron en que las circunstancias indicaban que lo razonable era seguir con el proceso de normalización de la política monetaria, la que seguía siendo expansiva.

Un Consejero señaló que en las reuniones anteriores se había trazado un camino que no creía conveniente modificar en esta oportunidad. En su opinión, ir más lento podría significar tener que acelerar el proceso a futuro e ir más rápido no se condecía con un escenario externo turbulento y presiones de precios que seguían controladas. En todo caso, finalizó, la señal debía ser clara en cuanto a que, en el escenario base, el proceso de normalización de la política monetaria continuaría en los próximos meses.

Un Consejero descartó un aumento mayor que 50pb, porque creía que en el margen las noticias no sugerían la necesidad de apurar un proceso que, a su ritmo actual, era coherente con la estabilidad de precios. Agregó que, además, ello daría pie a nuevas interpretaciones del mercado, las que en las últimas semanas ya había incorporado expectativas de alza sustanciales. También descartaba subir solo 25pb, ya que la política monetaria era muy expansiva, la economía había dado muestras de una recuperación importante y la decisión de innovar debería darse con una TPM algo mayor que la del momento y contando con más antecedentes sobre la situación interna y externa.

Un Consejero destacó que el mercado tenía perfectamente internalizado el proceso de normalización de la TPM. Subir la TPM en 50pb era coherente con el diagnóstico y las señales que se habían entregado desde el último IPoM, a la vez que reforzaba el proceso de normalización anunciado, sin cerrar la posibilidad de proseguir algo más rápido o más lento en los próximos meses, teniendo en cuenta los antecedentes que se acumularan. Prosiguió este Consejero señalando que no descartaba tajantemente otras opciones. Un incremento de 75pb había sido planteado y justificado por algunos analistas de mercado. Cerrarse completamente a otras opciones podía generar la idea de que la decisión era algo muy simple o muy mecánica, en circunstancias que existían riesgos en

uno y otro sentido que debían ser sopesados cuidadosamente. En todo caso, agregó que la preparación del próximo IPoM permitiría analizar con detalle el escenario hacia delante y evaluar con mayor precisión la trayectoria de la TPM.

Para un Consejero, el que los analistas le dieran una mayor probabilidad a la debilidad de la economía mundial había aplanado la curva *forward* de la política monetaria en los países desarrollados. Ese solo hecho, para una misma trayectoria de la TPM local, significaba que el efecto cambiario del mecanismo de transmisión sobre la inflación era superior. Normalmente, cuando se piensa en la tasa de interés neutral y en el equilibrio estacionario se está suponiendo que la economía internacional también está en su tasa de interés neutral y en su equilibrio estacionario. Si no lo está, obviamente que ello se debe considerar en las decisiones. En su opinión, la mezcla de estos antecedentes llevaba a que la opción de elevar la TPM en 25pb no pudiera descartarse tan fácilmente.

Un Consejero señaló que de contar con una TPM más cercana a sus niveles normales, las noticias externas, el fortalecimiento del peso, los diferenciales de tasas de interés y las perspectivas benignas de inflación llevarían a tomar una posición cautelosa. Pero el punto de partida era muy relevante a la hora de tomar la decisión. La TPM real, considerando la inflación esperada a doce meses, era la misma que se tenía en enero de este año e inferior a la tasa real de todo el segundo semestre del 2009, período en el cual había sido recomendable mantener la tasa en sus niveles mínimos por un tiempo prolongado para maximizar el estímulo monetario. En la actualidad, no se justificaba un grado de expansividad tan elevado. En su opinión, ahora se debía mantener un ritmo de normalización que redujera la posibilidad de ajustes más bruscos y disruptivos en el futuro, y encontrarse con niveles de inflación más elevados y complejos de contener. Esa era la mejor forma de permitir que el proceso de sólida expansión que estaba atravesando la economía chilena se sostuviera en el tiempo.

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 2,0% anual.