

# Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2010

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°160, celebrada el 16 de septiembre 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, don Miguel Ángel Naclur 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 Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente Asesor, don Luis Óscar Herrera Barriga; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Investigación Económica, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; 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; la Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria Subrogante, doña Tatiana Vargas Manzo; 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<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 debatió respecto de las proyecciones de crecimiento mundial y la mejora de estas en las últimas semanas, especialmente por las correcciones al alza de las perspectivas para la Zona Euro. Sin perjuicio de lo anterior, el riesgo de una desaceleración mayor de EE.UU. sigue latente.

Se discutió acerca de la reciente intervención del Tesoro japonés en el mercado cambiario y las condiciones bajo las cuales se produjo, así como de la preocupación de las autoridades de otras economías frente a la apreciación de sus monedas.

Parte de la discusión se centró en la evolución esperada de las tasas de interés externas y sus implicancias para la evolución de las tasas internas y la trayectoria del tipo de cambio. Se señaló que las tasas de interés en las principales economías desarrolladas se mantendrían por debajo de sus promedios históricos por un tiempo prolongado, y que esta circunstancia influiría sobre la evolución de la moneda e, indirectamente, sobre las tasas de interés locales.

En el escenario interno, se discutió sobre la evolución esperada para el sector construcción, uno de los factores de impulso del crecimiento económico del próximo año. Se planteó que el componente privado de este sector aún mostraba un dinamismo lento, pero que se esperaba que tomara mayor fuerza con la materialización de los esfuerzos de la reconstrucción, tanto privados como públicos.

Se debatió respecto del comportamiento reciente del crédito a empresas. Se indicó que su evolución podía estar asociada a una menor demanda, como consecuencia de la disponibilidad de altos volúmenes de liquidez en las empresas.

### 2. Opciones

Para esta reunión, los principales antecedentes eran el escenario y estrategia de política monetaria señalados en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, además de alguna información coyuntural. Estos antecedentes llevaban a plantear como las opciones relevantes para esta reunión: (i) un incremento de la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 25 puntos base (pb), o (ii) un incremento de 50 pb de la TPM.

Por un lado, la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de septiembre reconocía que el actual nivel de la TPM aún era significativamente expansivo y requería continuar con el proceso de normalización de la TPM hacia un rango de valores más neutral. Sin embargo, en algún momento, este proceso debería aminorar su ritmo, conforme se reducía el grado de expansividad de la política monetaria.

Por otro lado, algunos antecedentes coyunturales podrían justificar la adopción de un alza menor para la TPM, en particular, la reducción de las expectativas de inflación de corto plazo luego de la publicación del IPC de agosto. Esta respuesta de las expectativas podía relacionarse con la evolución de ciertos precios específicos, pero también con una percepción de menores presiones inflacionarias, debido, por ejemplo, a una brecha de capacidad más amplia o menores presiones de inflación importada relacionadas con la situación de las economías desarrolladas, o expectativas de una apreciación más significativa y duradera del peso en comparación con el supuesto de trabajo utilizado en el IPoM.

Por el lado de las perspectivas de actividad y demanda, el escenario contemplado en el IPoM tenía implícita una desaceleración en los próximos meses, luego de la fuerte expansión del segundo trimestre. No había elementos adicionales en esta materia, pero uno de los riesgos latentes era que la actividad y la demanda mantuvieran el ritmo previo de crecimiento, en lugar de moderarlo.

Por otro lado, en las próximas semanas se conocería el presupuesto fiscal planteado por el Ejecutivo para los próximos años. Dicha información era relevante para evaluar el grado de estímulo que la política fiscal le imprimiría a la economía en el curso del 2011, permitiendo, además, clarificar al mercado los antecedentes respecto de su forma de financiamiento.

Finalmente, luego de la reciente divulgación del IPoM, los analistas y operadores de mercado esperaban, de manera prácticamente unánime, que la TPM se incrementaría en 50pb en esta reunión.

### **3. Decisión de política monetaria**

---

Algunos Consejeros señalaron que la situación económica externa seguía siendo incierta, pero que los últimos antecedentes eran algo más optimistas que un mes atrás. En particular, las noticias de Europa eran más alentadoras, con revisiones al alza en las proyecciones, mientras que en EE.UU. se moderaba el pesimismo. Algunos Consejeros acotaron que la volatilidad en los mercados financieros no

se había reducido en forma apreciable y que los problemas estructurales que habían estado en el origen de tales tensiones seguían presentes. De acuerdo con lo planteado por un Consejero, continuaban predominando los riesgos negativos para el crecimiento de la economía mundial.

Algunos Consejeros coincidieron en que el ritmo de crecimiento económico global, con marcadas diferencias entre regiones, no era despreciable. Sin embargo, todo apuntaba a cierta desaceleración de la economía mundial en el segundo semestre y en el curso del próximo año. Un Consejero recordó que en el escenario base se consideraba que las economías emergentes seguirían manteniendo un dinamismo importante en los próximos trimestres, impulsado por la recuperación de la demanda interna. Este era un tema a monitorear.

Algunos Consejeros destacaron que los precios de las materias primas permanecían en niveles elevados. Con todo, con la trayectoria anticipada para la actividad internacional, la inflación a nivel mundial se visualizaba como baja y acotada.

Un Consejero agregó que la recuperación de las economías emergentes había estado acompañada de registros de inflación relativamente bajos. En su opinión, este fenómeno respondía al fortalecimiento de sus monedas y permitía anticipar que el proceso de normalización de la política monetaria en esas economías continuaría en forma gradual o que pronto se harían pausas.

Algunos Consejeros mencionaron que, en concordancia con estos antecedentes, las tasas de largo plazo de las principales zonas económicas se ubicaban en niveles muy bajos y que lo más probable era que permanecieran en dichos niveles por algún tiempo.

Un Consejero señaló que el dólar se había tendido a debilitar a nivel internacional, tensionando la situación cambiaria en diversas economías, varias de las cuales habían adoptado medidas de intervención. Destacaba la intervención del Gobierno de Japón para debilitar el yen, la primera en seis años.

En el ámbito interno, todos los Consejeros destacaron el fuerte dinamismo de la actividad y del gasto interno. Algunos Consejeros manifestaron que las perspectivas de crecimiento para los próximos trimestres eran auspiciosas, no obstante persistía alguna incertidumbre sobre la evolución en el mediano plazo. Un Consejero indicó que, en todo caso, era clave que se materializara el repunte esperado de la inversión en construcción, lo que podía afectar las perspectivas futuras de demanda, inflación y política monetaria. Un Consejero recordó que el riesgo de que la actividad adquiriera una velocidad mayor que la visualizada estaba presente y debía ser monitoreado con atención.

Varios Consejeros destacaron que las noticias en el mercado laboral seguían siendo favorables, con una fuerte creación de empleo y salarios creciendo con moderación. Un Consejero añadió que la evolución de los salarios parecía coherente con expectativas de inflación bien comportadas, un crecimiento de la productividad acotado y una tasa de desempleo todavía alta.

Todos los Consejeros coincidieron en que los registros de inflación seguían sorprendiendo a la baja. Varios Consejeros indicaron que el origen de la sorpresa fueron factores puntuales, entre los que destacaba la estacionalidad del vestuario. Algunos Consejeros mencionaron, por lo tanto, que esto era algo transitorio y no era una desviación significativa respecto de las proyecciones del IPoM. Un Consejero acotó que, más allá de ello, la inflación anual continuaba aumentando de acuerdo con lo previsto y que las proyecciones sugerían que seguiría incrementándose en los próximos meses y que se ubicaría transitoriamente en la parte superior del rango meta, para luego converger a 3%. Algunos Consejeros concordaron en que la inflación podía tener ciertos rezagos, por lo que lo natural sería observar mayores presiones de precios en adelante. No obstante, no se podían descartar efectos en la dirección opuesta, debido a la apreciación del peso o a una brecha del producto superior a la estimada. Un Consejero manifestó, asimismo, que la convergencia de los indicadores subyacentes podría ir algo más lenta.

Varios Consejeros destacaron que el tipo de cambio se había apreciado desde la última reunión. Un Consejero mencionó que la Encuesta de Expectativas Económicas consideraba que una parte relevante de esta apreciación era transitoria. Un Consejero agregó que el tipo de cambio real se mantenía en los rangos que se consideraban de equilibrio de largo plazo, pero que, evidentemente, se movía hacia la parte inferior de tal rango. La fortaleza de la economía con relación al mundo desarrollado, el mayor precio del cobre y los mayores flujos, entre otras, eran razones que estarían relacionadas con esta tendencia. Todos los Consejeros indicaron que la evolución del tipo de cambio constituía un factor de preocupación. Si persistían las tendencias observadas, ello podría llevar a un escenario distinto del proyectado, con implicancias para la política monetaria.

Algunos Consejeros señalaron que las condiciones crediticias seguían normalizándose y que parecían brindar apoyo a la expansión de la demanda interna. Un Consejero sostuvo que, no obstante, el crédito todavía se observaba constreñido, tanto por mayores restricciones de la oferta en algunos segmentos como por falta de dinamismo de la demanda en otros. La tasa de variación del M1 había disminuido de manera importante, acercándose a 20% anual nominal, mientras que el crecimiento del M2 y M3 se mantenía acotado, entre 6 y 7%

anual. A su juicio, esto mostraba que el crédito no daba signos de un dinamismo excesivo, que pudiera señalar la necesidad de apurar la normalización de la política monetaria.

Algunos Consejeros manifestaron que luego de la divulgación del IPoM de septiembre, los analistas esperaban, de forma casi unánime, un incremento de la TPM de 50pb en esta reunión. Un Consejero destacó que el mercado *swap* también había incorporado expectativas de niveles para la TPM mayores que los implícitos antes del IPoM.

En cuanto a la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que les parecía apropiado, en esta oportunidad, seguir con el proceso de normalización de la política monetaria, tal como lo habían hecho en los meses previos. También les parecía razonable seguir con el mismo ritmo anterior. Algunos Consejeros complementaron que el nivel de la TPM aún estaba a una distancia apreciable de aquellos valores que podrían considerarse neutrales para la expansión de la demanda.

Un Consejero señaló que coincidía con que las opciones plausibles eran un alza de 25 o una de 50 puntos base. Sin embargo, que un alza de 50pb era la más coherente con el diagnóstico y las señales que se habían entregado en el último tiempo y, particularmente, en el IPoM de septiembre. Subir 25pb, a su juicio, tenía inconvenientes, pues sorprendería al mercado y marcaría un cambio respecto de lo anunciado en el reciente IPoM. Además, dejaría menos grados de libertad para revisar el ritmo al cual se debería proseguir la normalización de la política monetaria en las próximas reuniones, en función de los antecedentes que se acumularan.

Un Consejero destacó dos elementos para el análisis de la decisión. Por un lado, que conforme la TPM subía y se alejaba de los niveles significativamente expansivos, se acercaba el momento en que el ritmo de normalización debería comenzar a moderarse. Por otro lado, que la situación de tasas en la economía chilena no era independiente de lo que sucedía en el resto del mundo. En su opinión, todo parecía indicar que las tasas de interés de los países desarrollados se mantendrían bajas por un buen tiempo, lo que podría asociarse también a un rango para la tasa neutral algo menor en Chile.

Un Consejero señaló que, a su juicio, existían riesgos que debían ser monitoreados. En particular, desde que se implementaba el actual marco de políticas, no se había observado un escenario de tasas de interés externas tan reducidas y que se percibiera que iban a mantenerse bajas por tanto tiempo, como era la situación actual. Estaba por verse el eventual impacto que esto

podiera tener sobre el mercado cambiario y, especialmente, las eventuales desviaciones de la trayectoria del tipo de cambio respecto de lo contemplado en el escenario base del IPoM de septiembre. También creía relevante seguir muy de cerca el déficit de cuenta corriente a precios de tendencia que, como consecuencia del esfuerzo de reconstrucción posterior al terremoto, se percibía o proyectaba transitoriamente más elevado que lo normal. Ello, puesto que varias de las economías desarrolladas se encontraban en un proceso de ajuste de sus déficits de cuenta corriente, lo que podía afectar a las restantes economías.

Un Consejero manifestó que, en términos generales, los riesgos predominantes respecto del escenario base estarían desplazándose hacia un mayor crecimiento económico interno y un tipo de cambio más apreciado. Ambas novedades apuntaban en distintas direcciones en cuanto a las perspectivas inflacionarias y, por ello, no deberían cambiar sustantivamente el escenario de normalización de la TPM. Esto era particularmente relevante si se consideraba que esta tasa era aún muy baja, negativa en términos reales y de las más bajas entre las economías emergentes. Con todo, finalizó este Consejero indicando que, si bien los diferenciales de tasas de interés respecto del resto del mundo habían aumentado, aún estaban en niveles normales y muy por debajo de los máximos históricos en episodios anteriores.

Un Consejero expresó que, en su opinión, existía espacio para seguir elevando la tasa de política monetaria en circunstancias ésta aún no alcanzaba un nivel coherente con tasas reales ex-ante cercanas a cero. Sin embargo, los antecedentes sugerían que la probabilidad de moderar el ritmo de normalización de la política monetaria en el corto plazo era alta.

#### **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 2,5% anual.