

Reunión de Política Monetaria

ENERO 2011

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA Correspondiente a la sesión de política monetaria N°165 celebrada el 13 de enero 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, don Miguel Ángel Nacur Gazali; 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 Subrogante, don Rodrigo Cifuentes Santander; 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 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 Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; 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 acerca de las implicancias para la banca europea de los premios de riesgo que mostraban algunos de los bancos de la región. Aunque los premios para la deuda de largo plazo eran altos, esta situación debía ponerse en el contexto del bajo nivel de las tasas de interés y el hecho de que muchas instituciones tenían una base importante de financiamiento sustentada en depósitos minoristas. Se analizaron las diferencias entre bancos de distintos países de Europa. Se agregó que, en todo caso, el tema era una preocupación que se continuaría observando.

Se comentó acerca de la evolución de los indicadores de consumo en Chile, en particular de las importaciones. Se llamó la atención sobre la velocidad a la que estas últimas habían venido aumentando en los meses recientes y la sostenibilidad de esa trayectoria. Se indicó que era posible que en anteriores ciclos económicos este comportamiento de las internaciones de bienes fuera coincidente con una excesiva expansión del gasto, por lo que debía examinar con cuidado su evolución. Se destacó también que parte de este incremento podía responder a aumentos transitorios como contraparte de la caída de las compras durante la recesión y otros temas puntuales derivados del terremoto y maremoto. Con todo, se esperaba que la velocidad de expansión de las importaciones disminuyera en lo sucesivo. Un aspecto que llamaba la atención era que la evolución de las ventas de consumo durable no tenía una sintonía tan clara con la del crédito bancario.

2. Opciones

Los antecedentes disponibles llevaban a proponer como opciones relevantes un incremento de 25 puntos base (pb) de la Tasa de Política Monetaria (TPM), hasta 3,5%, ó una pausa transitoria, manteniendo la TPM en su nivel actual de 3,25%, pero señalando un sesgo restrictivo para su trayectoria en los próximos meses.

La estrategia de política monetaria delineada en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre contemplaba continuar retirando gradualmente el estímulo monetario, a un ritmo similar al incorporado por las expectativas de mercado en ese momento. Ello incluía la posibilidad de realizar pausas transitorias durante ese proceso de normalización. Esta gradualidad reflejaba el balance entre las presiones inflacionarias asociadas al cierre de las holguras en la economía nacional y condiciones monetarias que aún eran expansivas, aunque menos que hace algunos meses. También era fruto de los riesgos deflacionarios asociados a

un eventual deterioro del escenario externo, como consecuencia de los severos problemas fiscales y financieros que aún atravesaban las economías avanzadas y/o un ajuste más pronunciado del crecimiento en China y otras economías emergentes.

Esta estrategia de normalización monetaria continuaba vigente y, en principio, era compatible con ambas opciones. La principal novedad desde la reunión anterior era la depreciación del peso tras el anuncio del plan de compra de divisas. Sus efectos aún eran recientes para sacar conclusiones del nivel en el que se asentaría la moneda y sus consecuencias inflacionarias. Sin embargo, si el peso se mantenía en los valores recientes, su impacto sobre la inflación debería ser transitorio y acotado, tal como lo reflejaba la evolución reciente de las expectativas privadas.

En este contexto, la opción de aumentar la TPM podría justificarse porque su actual nivel aún era expansivo, las brechas de capacidad continuaban cerrándose y los términos de intercambio seguían mejorando. A esto se agregaban los mayores riesgos de eventuales *shocks* de oferta por las alzas en los precios internacionales de las materias primas, incluidos los alimentos y la energía, así como la depreciación del peso. Una preocupación fundamental para la política monetaria era que este tipo de *shocks*, de darse, no produjeran efectos de segunda vuelta sobre el resto de los precios. Aunque ciertamente el entorno para la política monetaria era más desafiante, no alteraba el escenario base descrito en el IPoM y no justificaba una revisión de la estrategia delineada.

Una reacción de la política monetaria a la depreciación del peso y el aumento de las perspectivas de inflación de corto plazo podría entregar un mensaje errado respecto de la relevancia de esta corrección para la política monetaria. Particularmente, porque la situación cambiaría continuaba fluida y era incierto en qué nivel se asentaría el peso.

La opción de una pausa transitoria se justificaba en la evolución reciente de la inflación, que continuaba con moderadas tasas de variación mensual, especialmente en sus mediciones subyacentes. Asimismo, se mantenían vigentes los riesgos negativos del escenario externo. La incertidumbre sobre la situación fiscal y bancaria en Europa no se había moderado, sino que, por el contrario, se sumaban nuevos focos de preocupación. La inflación continuaba aumentando en China y otras economías emergentes y estas habían adoptado medidas adicionales de restricción crediticia y monetaria.

Finalmente, también era necesario considerar que la expansividad de la política monetaria se había ido reduciendo en los últimos meses, lo que llevaba a moderar la velocidad de corrección de la tasa de interés. Más aún, el aumento observado en las tasas de interés de los bonos de largo plazo, luego del anuncio de esterilización vía emisión de bonos, contribuía a restar estímulo a la demanda interna, al menos en el corto plazo.

Con respecto a las consideraciones tácticas, a diferencia de las reuniones anteriores, en esta oportunidad parecía recomendable alejarse de la opción mayoritaria de mercado y mantener la TPM en 3,25%. No se estimaba que esta decisión gatillara una revisión significativa de la trayectoria esperada para la tasa de interés. La decisión de mantener había estado dentro de las opciones discutidas en los últimos meses, lo que era conocido por los agentes de mercado. Asimismo, la trayectoria de normalización esperada por el mercado tenía implícitas pausas intermedias dentro del año. Las opiniones de la encuesta presentaban un mayor grado de dispersión de lo habitual, encontrándose divididas las expectativas entre las alternativas de mantención de la TPM y alza de 25 puntos base.

3. Decisión de política monetaria

En el frente externo, los Consejeros coincidieron en que las noticias habían sido algo mejores de lo esperado, especialmente en Estados Unidos. No obstante, varios Consejeros indicaron que su mercado laboral seguía deprimido y esa economía aún mantenía elevadas holguras de capacidad. Un Consejero planteó que las señales positivas de corto plazo en Estados Unidos se basaban en el impacto combinado de cambios expansivos en las políticas fiscal y monetaria. Sin embargo, agregó que, a su juicio, no había antecedentes que respaldaran una trayectoria de recuperación sostenible de esa economía a mediano y largo plazo. Reiteró que, en su opinión, la sostenibilidad del crecimiento de EE.UU. dependía de la mejora de las exportaciones netas, las que aunque habían mejorado, continuaban siendo negativas.

Todos los Consejeros concordaron en que se mantenía la incertidumbre respecto de la situación fiscal y financiera en Europa. Un Consejero agregó que difícilmente esto se despejaría en el corto plazo. Todos los Consejeros destacaron que los precios internacionales de las materias primas y los alimentos habían seguido subiendo y, por tanto, la preocupación por la inflación en las economías emergentes aumentaba.

En materia de actividad interna, varios Consejeros rescataron que la economía había seguido mostrando un marcado dinamismo.

Varios Consejeros resaltaron que la inflación anual había seguido la evolución esperada. Un Consejero enfatizó que esta se mantenía en torno a la meta y que, con algunas fluctuaciones, debiera permanecer en el rango de tolerancia en los próximos meses. Varios Consejeros señalaron que la trayectoria de mediano plazo de la inflación seguía conducida en lo grueso por la evolución de la actividad y el cierre de holguras, pero había cierta preocupación por los efectos del alza del precio de los alimentos. Varios Consejeros destacaron que el mercado había ajustado al alza sus proyecciones de inflación en el corto y mediano plazo. Un Consejero destacó el desplazamiento de la distribución de las expectativas inflacionarias a dos años plazo de los analistas consultados en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE). En particular que más de la mitad de ellos proyectaban una inflación del IPC superior a 3% a dos años plazo. Un Consejero indicó que estos cambios en las expectativas de inflación debían ser observados con atención.

Todos los Consejeros coincidieron en que la principal novedad con respecto a la reunión pasada era el anuncio del programa de compra de divisas. Sus efectos inmediatos habían sido una depreciación del peso frente al dólar, aunque con fluctuaciones importantes en los últimos días, y un aumento en las tasas de interés. Varios Consejeros señalaron que aún era prematuro para tener claridad sobre el impacto final de la intervención, pues el mercado cambiario se encontraba en una fase de acomodo y se daba en un contexto de mucha fluidez externa. Un Consejero aseveró que las fuerzas que condujeron a la apreciación del peso no se habían detenido y todavía no era claro en qué nivel se asentaría el tipo de cambio. Otro Consejero acotó que no podía descartarse que la intervención cambiaria tuviera un efecto transitorio sobre el nivel del tipo de cambio.

Varios Consejeros señalaron que la depreciación del peso podía tener un impacto sobre la inflación, pero acotado al corto plazo. Un Consejero agregó que, había poca claridad respecto de la magnitud de este impacto, ya que dependía, entre otros factores, de los márgenes de comercialización, de las presiones de demanda y de cuánto de la apreciación previa ya estaba internalizada en los precios. En todo caso, agregó, esta situación no modificaba sustancialmente el panorama de inflación hacia el mediano plazo respecto de uno sin intervención cambiaria.

Algunos Consejeros destacaron que tanto la depreciación de la moneda como el aumento de las tasas de interés de mediano y largo plazo moderarían el crecimiento de la demanda interna.

Respecto de la política monetaria, los Consejeros coincidieron en que, en el contexto actual, no existían elementos para cambiar la trayectoria de tasas de interés considerada en el IPoM de diciembre, que sugería una normalización gradual durante el 2011, incluyendo pausas intermedias.

Sobre la opción de mantener la TPM en esta reunión, un Consejero añadió que era dable esperar que la primera pausa se produjese en los primeros meses del año, por lo que su asimilación no debería ser un problema. Algunos Consejeros destacaron además que las opiniones de mercado respecto de esta reunión estaban divididas. Varios Consejeros acotaron que una pausa transitoria no debía llamar la atención, puesto que había sido una opción en las dos últimas reuniones y estaba en línea con la estrategia de normalización y las señales entregadas.

Algunos Consejeros coincidieron en que, respecto de la reunión anterior, no había un cambio en el escenario que permitiera pensar que la pausa no debiera ocurrir. No obstante, agregaron, había varios elementos que sugerían un cambio en el balance de riesgos, con mayor énfasis en la inflación. Añadieron que si estos riesgos se intensificaban, existía flexibilidad para ajustar la trayectoria de la TPM en las reuniones siguientes.

Sobre los argumentos para elevar la TPM, un Consejero señaló que su principal ventaja era que señalaba con claridad la intención de continuar la trayectoria de normalización de la política monetaria. Sin embargo, podría interpretarse como una reacción del Banco al aumento de las expectativas privadas de inflación, lo que no le parecía adecuado, por cuanto no era sorpresivo que la intervención provocara aumentos transitorios en la inflación.

Un Consejero indicó que el dinamismo de la economía local y el *shock* de precios internacionales de alimentos —que podría tener un impacto mayor en la inflación local— hacían recomendable tomar acciones preventivas. Ello para evitar un aumento de la inflación que complicara el cumplimiento de la meta y que se generaran complejos incrementos en las expectativas de inflación. Por esto, agregó, continuar subiendo la TPM en esta reunión sería una estrategia coherente con reducir los riesgos inflacionarios, los que, a su juicio, se habían inclinado al alza.

Un Consejero planteó que como había argumentos a favor y en contra que tendían a anularse entre sí, era en los componentes tácticos de la decisión donde probablemente habría que buscar cómo dirimir. A su juicio, era más difícil revertir los efectos de posibles desalineamientos de las expectativas cambiarias que revertir los posibles desalineamientos de las expectativas de inflación.

Sobre las futuras decisiones de política monetaria, un Consejero opinó que sería necesario continuar aumentando la TPM y que la decisión de esta reunión no señalaba un cambio en la trayectoria de la política monetaria. A su juicio, era más bien una decisión sobre el momento oportuno de realizar estos aumentos.

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 3,25% anual.