

Reunión de Política Monetaria

ENERO 2013

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°194, celebrada el 17 de enero de 2013.

Asisten el Presidente don Rodrigo Vergara Montes, el Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

Asiste también el Ministro de Hacienda, don Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Ministro de Fe Subrogante, don Pablo Mattar Oyarzún; 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 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 Claudio Raddatz Kiefer; el Gerente de Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Luis Opazo Roco; 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 Tatiana Vargas Manzo; el Economista don Víctor Riquelme Peñaloza; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. 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/}.

2. Opciones

En esta ocasión, dados los antecedentes conocidos desde la última Reunión, la

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

División Estudios presentó como opción relevante mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0%.

Las noticias acumuladas desde la publicación del Informe de Política Monetaria, IPoM, eran escasas y no modificaban el escenario internacional o local presentado en esa ocasión. Se había moderado en algo el riesgo negativo de un ajuste fiscal abrupto en Estados Unidos, pero aún había otros riesgos relevantes en materia fiscal. Asimismo, la situación de la Eurozona, a pesar del mayor optimismo de los mercados, aún era frágil.

En el plano local, se mantenía la estrechez en el mercado laboral y en el uso de la capacidad instalada. Sin embargo, la inflación subyacente, excluidos energía y alimentos, continuaba contenida, ubicándose por debajo de 2% anual. De hecho, llamaba la atención la moderada respuesta de la inflación y los salarios nominales ante el dinamismo del ciclo. Sin embargo, era necesario considerar que la relación entre estas variables —inflación y ciclo— no necesariamente se movía en forma contemporánea y que los efectos de la mayor actividad en la inflación podrían verse con rezagos en el tiempo. A lo anterior había que agregar que la reciente apreciación cambiaria podía haber contribuido a moderar transitoriamente las presiones inflacionarias.

Por otra parte, un posible mayor crecimiento de la productividad, como se desprendía de algunos indicadores, también podría haber colaborado a moderar las presiones de costos nominales. No obstante, esta era una hipótesis que requería de mayor evidencia y debía ser evaluada con cautela, toda vez que la medición de la productividad tendía a ser procíclica.

El reciente patrón de crecimiento liderado por la demanda interna había resultado en una ampliación del déficit de la cuenta corriente, variable que, como se había señalado, de continuar y ampliarse podría constituirse en un factor de mayor vulnerabilidad externa para la economía chilena. Abordar este tema, sin embargo, iba más allá de la política monetaria y requería de la coordinación de un conjunto de políticas económicas y financieras.

Sobre la base de este conjunto de antecedentes, se estimaba que mantener la TPM se justificaba en que su nivel actual estaba dentro de un rango de valores neutrales. Además, su nivel actual era coherente con la convergencia de la inflación a la meta dentro del horizonte de proyección.

Al igual que en ocasiones previas, la opción de recortar la TPM se podría justificar como una medida preventiva ante el riesgo de una desaceleración más marcada del crecimiento o una caída más duradera de la inflación. Lo primero

podría ocurrir si se materializara alguno de los escenarios de riesgos externos contemplados en el último IPoM. Sin embargo, su probabilidad, al menos en el corto plazo, parecía haberse atenuado. Asimismo, los antecedentes revisados tampoco llevaban a anticipar una desaceleración inminente de la demanda interna y de la actividad en los próximos meses. Por otra parte, el dinamismo que ya habían acumulado la actividad y el empleo, sumado a la estabilidad de las expectativas inflacionarias en torno a 3%, llevaban a proyectar que los bajos registros inflacionarios observados en meses recientes era un fenómeno transitorio y que dentro del horizonte de proyección debía normalizarse hacia 3%. Por lo anterior, al igual que el mes pasado, se descartaba la opción de recortar la TPM.

Respecto de la opción de aumentar la TPM, también se descartaba en esta ocasión. Si bien se podría justificar como respuesta a la dinámica reciente del gasto interno, cabía señalar que, en contraste, la aceleración del crecimiento del PIB de los sectores distintos de recursos naturales —más ligados a la dinámica de precios— había sido más moderada. A su vez, los indicadores de inflación subyacente y también las expectativas privadas de inflación se mantenían en valores coherentes con la meta.

3. Decisión de política monetaria

En el plano internacional, todos los Consejeros concordaron en que las condiciones financieras internacionales habían mejorado en el último mes y resaltaron el acuerdo logrado en materia fiscal en Estados Unidos. Respecto de las noticias de actividad mundial conocidas en el mes, concluyeron que se enmarcaban en el escenario delineado en el IPoM de diciembre.

Pese a las mejores noticias en el frente internacional, todos los Consejeros resaltaron que la mayor calma en los mercados financieros podía ser frágil, en particular por la situación en la Eurozona y también por los temas que quedaron pendientes en materia fiscal en Estados Unidos, algo que según señaló un Consejero ya había llevado a algunas agencias clasificadoras a expresar su disposición a una rebaja de clasificación de la deuda de este país. Un Consejero planteó que el impacto del nuevo programa de estímulo fiscal en Japón era un tema que debía seguirse con cuidado, por sus efectos sobre el tamaño de la deuda pública de ese país. Un Consejero destacó el hecho que la desaceleración de Alemania y la decisión de este país de no tener déficit fiscal tendían a aumentar el esfuerzo que debía hacer el resto de las economías de la Eurozona. Recordó este Consejero que cuando se iniciaron los problemas en dicha región, la balanza de pagos del conjunto de estos países estaba equilibrada respecto del resto del

mundo y que los desequilibrios eran más bien en su interior. Por lo mismo, la resolución de los desequilibrios requería de ajustes internos importantes.

En cuanto al escenario interno, todos los Consejeros destacaron el dinamismo de la actividad. Sin embargo, un Consejero mencionó que había señales que apuntaban a alguna moderación en el gasto. El consumo mantenía una tasa de crecimiento similar a la del PIB, mientras que, en el margen, las importaciones y la inversión habrían crecido algo menos que en meses anteriores. En todo caso, señaló este Consejero, se trataba de cifras que exhibían alta volatilidad, por lo que cabía esperar más antecedentes para tener una visión más precisa.

Algunos Consejeros comentaron que los datos de la balanza comercial de fines de año daban cuenta de una mayor demanda externa, en particular por el mayor valor de las exportaciones de cobre, con la consecuente menor acumulación de inventarios. Esto, agregaron, hacía anticipar un déficit de cuenta corriente el año 2012 menor que el proyectado en el IPoM. En opinión de un Consejero, esta diferencia no afectaba en lo fundamental la inquietud manifestada en dicho IPoM respecto de los riesgos asociados a la evolución del gasto y el producto, pero sí daban cuenta de que por ahora no se observaba ninguna desviación significativa en esta dimensión.

Un Consejero señaló que en el último tiempo, el nivel del déficit de cuenta corriente había sido regularmente mayor que lo proyectado. Sin embargo, llamaba la atención que lo más probable sería que el saldo fiscal apareciera mejor de lo previsto y de lo contenido en la propia regla del sector público. Por ello, la ampliación del déficit de cuenta corriente se justificaba, en parte, por cambios en los precios, pero también por un mayor déficit de la cuenta corriente del sector privado. Esta última, era una trayectoria que, de seguir, implicaba riesgos y requería ser monitoreada.

Varios Consejeros comentaron que las condiciones financieras locales no habían experimentado cambios relevantes y que las colocaciones seguían creciendo a tasas acotadas. Un Consejero destacó que sin perjuicio de lo anterior, se advertía prudencia en el comportamiento del sistema bancario, que se reflejaba en una evolución del crédito más moderado que en otros ciclos expansivos.

Varios Consejeros se mostraron preocupados porque en el contexto de baja inflación actual, los salarios seguían creciendo a tasas elevadas. Un Consejero resaltó la diversidad de hipótesis al respecto, por lo que, en su opinión, era un tema que debía ser seguido con atención, especialmente si para los próximos meses se anticipaban registros de inflación subyacente muy bajos y una inflación anual en torno al 2%.

Un Consejero expresó su preocupación por la evolución de los precios relativos. En particular, el tipo de cambio real se había apreciado levemente en el último mes, pero había acumulado una apreciación importante a lo largo del 2012. En consecuencia, señaló, estaba en la parte baja de los valores en que era coherente con los fundamentos de largo plazo de la economía chilena. A su vez, los salarios reales habían mantenido un crecimiento muy elevado, más allá de lo que podría explicar la pura y simple dinámica de la inflación. Esta trayectoria de los precios relativos, de proseguir, implicaba riesgos y debía ser revisada con mucha atención.

Varios Consejeros destacaron la prolongada mantención de políticas muy expansivas en el mundo desarrollado, algo que ponía presiones adicionales sobre las economías emergentes y, en particular, sobre Chile. Un Consejero argumentó que este escenario —donde se mantenían altos precios de materias primas y condiciones de financiamiento favorables— reafirmaba una presión a la valoración del peso y a los flujos de capitales hacia países en desarrollo con fundamentos sólidos, como era el caso chileno. Concluyó este Consejero, diciendo que un escenario como este seguía siendo la base sobre la que debiera producirse la discusión y que, también, era el que imponía retos a la economía chilena. Un Consejero señaló que, dado el bajo nivel de las tasas de interés en el mundo desarrollado, el que Chile mantuviera su tasa de interés en un rango considerado neutral obviamente imponía una presión sobre potenciales arbitrajes en adelante. Si bien esto no se había manifestado de manera masiva hasta ahora, en el último mes los *spreads on-shore* —o el diferencial de tasa de interés en dólares respecto de la comparable internacionalmente—, se había reducido en el margen, pero, al mismo tiempo, la reducción del impuesto de timbres y estampillas hacía más baratas las operaciones de arbitraje de monedas. Este era un tema que, a su juicio, era importante revisar con cuidado, porque a futuro era una fuente significativa de presiones sobre los precios relativos.

En cuanto a la decisión de política monetaria, todos los Consejeros concluyeron que la opción más apropiada era mantener la TPM en 5%. Un Consejero opinó que si bien el balance de riesgos permanecía equilibrado y, por tanto, resultaba difícil justificar una opción distinta, se habían producido cambios que no debían ser desatendidos. Por un lado, los riesgos provenientes del exterior, y particularmente los asociados a escenarios extremos, se habían atenuado. Por otro lado, en el frente interno, el riesgo de una demanda que mantenía un elevado dinamismo o que lo moderaba muy lentamente seguía presente. Sin embargo, había comenzado a aparecer, quizá todavía con timidez, el riesgo de que la inflación permaneciera en niveles muy bajos por un tiempo superior al proyectado. Por ello, la trayectoria de la inflación y los factores que la determinaban debían ser motivo de análisis y atento seguimiento. En todo

caso, prosiguió, en las circunstancias actuales, ni un alza ni una baja de la TPM resultaban razonables. Finalizó agregando que cualquier decisión en materia de política monetaria no podía soslayar que el diferencial de tasas respecto de las economías desarrolladas era muy alto, lo que se veía acentuado cuando se consideraban tasas de interés reales. Además, en las actuales circunstancias, la política monetaria había visto reducidos sus grados de libertad y, por tanto, la aplicación de medidas que apoyaran o reforzaran su accionar no podía ser descartada.

Un Consejero indicó que, en el contexto actual, lo más prudente, en el corto plazo, era mantener la TPM en su nivel actual. Sin embargo, se debía enfatizar que los riesgos en la economía mundial seguían presentes, al mismo tiempo que los riesgos locales, a su juicio, habían aumentado.

Un Consejero comentó que desde la perspectiva de la política monetaria, se mantenían las fuerzas opuestas de los últimos meses, aunque era posible que ambas estuvieran empezando a mostrar signos de moderación. Al menos, los escenarios negativos extremos de la situación internacional parecían perder fuerza, mientras una aceleración de los niveles de actividad y gasto internos también aparecía como menos probable. Esto, sin desconocer que tanto los riesgos externos, particularmente en la Eurozona, como los internos seguían presentes. En este escenario, señaló, la opción de subir la tasa de interés era compleja. Se estaba en presencia de una gran liquidez internacional, con una TPM que era bastante elevada en relación con el resto de los países, y donde además la inflación estaba particularmente contenida, al igual que las expectativas de inflación. A ello había que sumar que los riesgos externos seguían existiendo y que no era descartable una desaceleración algo más pronunciada de la actividad y la demanda interna hacia adelante. Por último, el elemento más dinámico de la demanda interna estaba relacionado con proyectos de inversión de largo plazo que, para estos efectos, podían ser bastante exógenos. La opción de bajar la TPM tampoco era la adecuada en cuanto los signos de desaceleración interna eran todavía tenues e inciertos y, de hecho, el nivel era todavía elevado. Asimismo, el mercado laboral y las holguras de capacidad se mantenían estrechos.

4. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Vergara, del Vicepresidente señor Marfán y de los Consejeros señores Marshall, Claro y Vial, mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0% anual.