

Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2011

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 179, celebrada el 13 de diciembre de 2011.

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

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur 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, 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 Investigación Económica, don Claudio Raddatz Kiefer; 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 Tatiana Vargas Manzo; el Economista don Víctor Riquelme Peñaloza; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

Los antecedentes presentados corresponden a los incluidos en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) de diciembre. 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 los recientes anuncios de la Unión Europea. Se indicó que si bien iban en la dirección correcta, eran solo el inicio de una solución a los problemas y serían necesarias medidas adicionales. En particular, un tema de difícil solución eran los desequilibrios de balanza de pagos al interior de la Eurozona, hecho que, en parte, había originado la crisis. Se comentó acerca de la institucionalidad para hacer cumplir los acuerdos al interior de la región y la importancia que en ello podría tener la marginación del Reino Unido y la participación del FMI y el sector privado.

Se debatió sobre los efectos que la crisis en la Eurozona estaba teniendo en el mundo emergente. Para Chile, se destacaron las señales de estrechamiento de las condiciones financieras locales y se discutió acerca de cómo este fenómeno se comparaba con lo que sucedía en otras economías emergentes. Se trató el tema de las recientes cifras de actividad, y de si respondían a la coyuntura externa o si podrían revertirse en los próximos registros.

2. Opciones

Los antecedentes conocidos desde la última reunión llevaban a proponer como opciones relevantes: (i) mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,25%; o (ii) recortar la TPM en 25 puntos base (pb), a 5,0%.

Como se había señalado en las últimas reuniones, desde la publicación del IPoM de septiembre a la fecha se había configurado un escenario externo más adverso y con riesgos significativos a la baja. En comparación con el IPoM de septiembre, para el Informe de diciembre la revisión del escenario base contemplaba una reducción significativa de las proyecciones de crecimiento mundial, menores términos de intercambio y mayores premios de riesgo internacional. En los escenarios alternativos, se preveía que podría haber un ajuste aún más severo del crecimiento de la Eurozona y Estados Unidos, un recrudecimiento de las tensiones financieras y menores precios de materias primas. También se consideraba que este deterioro del escenario externo afectaría la evolución de la economía chilena.

Hasta ese momento, las trayectorias del producto y la inflación no se habían alejado significativamente de lo proyectado en septiembre. No obstante la sorpresa negativa del IMACEC de octubre, los indicadores recientes de actividad mostraban una desaceleración, que, en lo principal, obedecía a una convergencia normal y deseable hacia tasas de tendencia. El escenario base del

IPoM contemplaba que esta desaceleración se profundizaría en los próximos trimestres. En línea con las expectativas privadas de crecimiento, la revisión del escenario base del IPoM también consideraba menores proyecciones de crecimiento para el 2011 y 2012.

El repunte reciente de la inflación obedecía principalmente a factores puntuales, asociados a precios de perecibles y al impacto directo del tipo de cambio. Las medidas de inflación subyacente se mantenían acotadas. Las expectativas de inflación a mediano plazo que se deducían de las encuestas y precios financieros, así como las proyecciones del escenario base del IPoM, se mantenían en torno a la meta de 3%.

Sin embargo, se observaban algunos síntomas de la transmisión de la situación externa a la economía nacional. En el sector industrial y el comercio, se apreciaba una menor intención de acumulación de existencias, a pesar del dinamismo reciente de las ventas internas. En la industria, resaltaba un estancamiento de la producción de las ramas orientadas a los mercados externos. Sin embargo, no había un patrón uniforme. Otros indicadores, como el empleo, el crédito, las compras de durables y las importaciones, continuaban mostrando dinamismo.

Por otra parte, habían aparecido algunas señales de fricciones en el mercado financiero local como consecuencia de las tensiones externas. Se observaba un encarecimiento y una menor disponibilidad de líneas de financiamiento externo para bancos y empresas, un aumento de las tasas de financiamiento y crédito en el mercado interno, y mayores premios de liquidez y de riesgo corporativo. Evidencia casuística indicaba un comportamiento crediticio algo más cauteloso por parte de la banca y otros actores del mercado de capitales. Estos factores podrían estrechar las condiciones financieras locales y afectar el consumo y la inversión en los trimestres venideros.

Con respecto a las opciones para esta reunión, las ventajas y riesgos de cada una de ellas no variaban mucho de lo discutido en reuniones previas. Recortar la TPM en 25pb tenía como ventaja comenzar a actuar en forma preventiva ante el deterioro del escenario externo, anticipándose a sus probables efectos sobre el crecimiento y la inflación en Chile. Ello, tomando en cuenta los rezagos con que opera la política monetaria.

No obstante, esta decisión no era la expectativa mayoritaria del mercado para esta reunión, por lo que, de adoptarla, se podría transmitir una visión más negativa del escenario internacional. Tampoco se podía descartar un escenario externo algo más benigno, al menos en el corto plazo, si es que los anuncios en Europa logran restaurar la confianza financiera en la región. Finalmente, aún no era

clara la intensidad de los efectos del escenario externo sobre la economía chilena.

Mantener la TPM tenía como ventaja dar tiempo para que la situación externa decantara y evaluar la intensidad de sus efectos en Chile. El riesgo era retrasar un relajamiento de las condiciones monetarias que ayudara a amortiguar los efectos del escenario externo sobre el crecimiento y la inflación local. Sin embargo, este riesgo era atenuado, porque la economía nacional partía de una situación de brechas de capacidad cerradas y condiciones estrechas en el mercado laboral. Además, se podía compensar con movimientos posteriores más intensos de la TPM, que llevaran rápidamente a la política monetaria a una posición más expansiva. Además, de darse un deterioro más marcado y abrupto del panorama externo, también estaba la posibilidad de adoptar medidas complementarias para contribuir al normal funcionamiento de los mercados financieros nacionales.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que las noticias del frente externo continuaban dominando el desarrollo del escenario macroeconómico. Todos los Consejeros apuntaron a que los anuncios de las autoridades europeas no habían sido suficientes para calmar los mercados y seguía la incertidumbre sobre la Eurozona en el corto plazo. La indefinición en algunas materias, la sensación de que se continuaba detrás de los acontecimientos y por debajo de los requerimientos, junto con la gravedad de la situación, explicaban estas dudas. Un Consejero destacó que, aunque el diseño del programa fiscal europeo estaba en desarrollo, contenía elementos que atacaban los problemas de fondo. A su juicio, un eventual involucramiento directo del FMI en las economías del centro de Europa podría ser muy útil. Con todo, concluyó, aún faltaba camino por recorrer para una solución completa.

Todos los Consejeros destacaron el estrechamiento de las condiciones financieras en los mercados globales. Un Consejero resaltó el aumento del *spread* Libor-OIS tanto en Europa como en Estados Unidos, lo que daba indicios crecientes de problemas de liquidez y de una menor expansividad de la política monetaria. Todos los Consejeros llamaron la atención sobre las fricciones en el mercado financiero interno, lo que era común a otras economías emergentes. Un Consejero destacó el acoplamiento en los mercados bursátiles emergentes, cuyos movimientos mostraban pocos elementos idiosincrásicos. Añadió que este acoplamiento podía ser sistémicamente riesgoso, en tanto su efecto agregado no distinguía entre regiones. Un Consejero señaló que, en todo caso, en general, el crédito en Chile mostraba un comportamiento dinámico, sin evidencia, por el momento, de que los acontecimientos externos tuvieran una mayor influencia

en él. Un Consejero recordó que, de todos modos, la tasa de interés relevante para la demanda agregada era la que estaba vinculada con las decisiones de gasto. A su juicio, aun cuando la TPM se había mantenido, esa tasa de interés se había elevado, con lo cual la misma política monetaria tenía efectos menos expansivos que hace algún tiempo.

En cuanto a la actividad, todos los Consejeros resaltaron que se seguían observando señales de desaceleración, coherentes con una normalización hacia tasas de crecimiento de tendencia. Al mismo tiempo, los datos de empleo, demanda interna y crédito reflejaban que la economía continuaba con signos de dinamismo relevantes, por lo que no era claro cuánto de la desaceleración de la actividad respondía directamente al deterioro de las condiciones externas.

Sobre la inflación, todos los Consejeros coincidieron en que las mayores cifras de los últimos meses respondían a factores puntuales. Agregaron que las medidas subyacentes seguían acotadas, al igual que las expectativas. Un Consejero añadió que no era descartable que en el corto plazo la inflación total mostrara mayor volatilidad, tanto por productos que regularmente muestran mayores fluctuaciones en sus precios —como los perecibles— como por los ajustes cambiarios derivados de períodos de turbulencia externa, que podrían introducir variaciones en el IPC.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros concordaron en que el escenario externo se había deteriorado, los riesgos eran significativos y su efecto en la economía chilena hacia probable que se requiriera de algún grado de corrección en la política monetaria hacia adelante. Un Consejero indicó que las señales internas eran mixtas sobre la intensidad de dicho ajuste. Por ello, no era claro la oportunidad e intensidad de los eventuales cambios en la TPM, lo que justificaba mantenerla en esta reunión. Añadió que, en todo caso, los cambios en las condiciones del mercado financiero local friccionaban la transmisión de la política monetaria. Así, aunque parte de los efectos de la mayor incertidumbre eran inevitables, de continuar estas fricciones en las próximas semanas, se podría justificar el inicio de un proceso de ajuste en la TPM.

Un Consejero destacó que las razones para decidirse por una opción u otra seguían siendo equivalentes a las de reuniones previas. No obstante, en esta ocasión había algo más de complejidad por la evolución del escenario externo y sus implicancias internas. El deterioro externo podría justificar acciones preventivas, teniendo en cuenta además que el nivel de la TPM no era particularmente bajo. Sin embargo, la economía interna exhibía todavía cierto dinamismo y se encontraba en un proceso de gradual moderación de su ritmo de expansión, bastante en línea con lo esperado, con una inflación anual bajo

control, pero ubicada transitoriamente cerca del límite superior del rango meta. Por ello, concluyó, el riesgo de no innovar parecía bastante acotado por ahora. Si las condiciones cambiaran bruscamente, por una pérdida de impulso de la demanda y/o por una intensificación de las fricciones financieras, no existirían mayores restricciones para que la política monetaria reaccionara incluso en forma agresiva.

Un Consejero señaló que mantener la TPM era coherente con que los efectos de la situación externa aún eran acotados en la economía nacional, el mercado laboral seguía estrecho y la inflación había subido. Bajar la TPM sería una medida preventiva ante posibles efectos más adversos de la situación externa y la eventualidad de que las condiciones más estrechas de liquidez persistieran. Añadió que todo parecía indicar un relajamiento monetario en el futuro cercano. Sin embargo, la TPM del momento no era particularmente restrictiva, lo que daba algo más de tiempo para que las noticias externas e internas decantaran antes de proceder en esa dirección. Además, siempre se podía actuar con más intensidad si se requería. Por el contrario, concluyó, actuar apresuradamente podía llevar a reversiones posteriores que afectarían la credibilidad de la política monetaria.

4. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Vergara, del Vicepresidente señor Marfán y de los Consejeros señores Marshall y Claro, mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25% anual.