

Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2011

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°178, celebrada el 15 de noviembre 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.

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 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 Financieros Nacionales, don Matias 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 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 la compleja situación en Europa y Estados Unidos, así como sus implicancias para el crecimiento del resto del mundo. Respecto de Europa, se destacó que las medidas tomadas hasta el momento no habían logrado restaurar la confianza en los mercados. Además, se profundizó sobre la situación fiscal de Italia, el aumento en sus costos de financiamiento y la necesidad de realizar importantes ajustes fiscales en un contexto de débil crecimiento. Respecto de Estados Unidos, se comentaron los distintos escenarios para la evolución de su política fiscal y sus implicancias sobre el crecimiento, a la espera de las conclusiones del comité bipartidario sobre esta materia.

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%.

Al igual que en octubre, la probabilidad de escenarios externos más adversos era más alta que lo contemplado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre. Además, se estimaba que la continuación y/o profundización de estas tendencias podría afectar negativamente las proyecciones de crecimiento e inflación para la economía chilena. Hasta ese momento, era difícil distinguir los efectos del menor impulso externo sobre la economía chilena, porque se contraponían con el impulso previo de esta. Los datos de actividad y demanda indicaban que la economía evolucionaba en torno a lo proyectado en septiembre, a pesar del empeoramiento externo. A su vez, las expectativas de inflación de mediano plazo se mantenían en torno a la meta.

Cada una de las opciones involucraba ventajas y riesgos. Recortar la TPM en 25pb tendría como ventaja comenzar a actuar en forma preventiva ante el deterioro externo. Tomando en cuenta los rezagos con que opera la política monetaria, esta opción permitiría anticiparse a sus probables efectos sobre el crecimiento y la inflación en Chile. El riesgo, sin embargo, era que esta decisión constituiría una sorpresa respecto de lo que esperaba el mercado, lo que podría transmitir una visión más negativa respecto del escenario internacional. Tampoco se podía descartar un escenario externo algo más benigno, al menos en el corto plazo, si las medidas que se estaban adoptando en Europa lograban restaurar el clima de negocios y la confianza financiera en la región. Finalmente, aún existía incertidumbre respecto del impacto del escenario externo sobre la economía chilena.

La opción de mantener la TPM, reafirmando un balance de riesgos más negativo para la economía mundial y nacional, tenía como ventaja dar tiempo para que la situación externa decantara, así como para evaluar la intensidad de sus efectos en la economía chilena. 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 en Chile. Sin embargo, este riesgo era atenuado por el dinamismo reciente del gasto interno y sus fundamentos, y porque la economía nacional partía con brechas de capacidad cerradas y condiciones estrechas en el mercado laboral. Además, este riesgo se podía compensar con movimientos posteriores más intensos de la TPM, que llevaran rápidamente a la política monetaria a una posición más expansiva. Anexo a esto, también estaba la posibilidad de adoptar medidas complementarias para contribuir al normal funcionamiento de los mercados financieros nacionales en caso de darse un deterioro más marcado y abrupto del panorama externo.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que las principales noticias del mes continuaban proviniendo del escenario externo, en particular de la Eurozona. Concordaron en que, pese a los acuerdos y cambios políticos que se habían producido en Europa, las noticias sobre dicho continente seguían sin mejorar. En especial, porque se agregaba la debilidad de la situación económica y perspectivas más negativas. Resaltaron que, por ahora, los efectos de la crisis sobre el resto del mundo permanecían más bien acotados. Los datos eran algo más positivos en Estados Unidos y Asia, mostrando que la desaceleración en Estados Unidos seguía —pero no se había agudizado— y que Asia mantenía, por ahora, un dinamismo importante. Destacaron que ello había ayudado a sostener los precios de los activos, con una apreciación de las monedas en parte de los mercados emergentes, un aumento de las bolsas y un repunte en algunos precios de materias primas. Coincidieron, asimismo, en que el gran riesgo seguía siendo el grado de contagio de la economía europea sobre el resto del mundo, en particular sobre el emergente, que era el que sostenía el incremento de la actividad mundial.

Un Consejero destacó que los riesgos del escenario internacional eran significativamente mayores que en reuniones anteriores. Las tensiones en Europa habían afectado a Italia, el país con la tercera deuda pública más grande del mundo. Las opciones que se habían barajado en la Eurozona no terminaban de convencer a los mercados y se corría el riesgo de que fueran insuficientes a corto andar. Además, el contagio hacia otras economías del centro de esa región era una posibilidad cada vez más difícil de descartar. A su juicio, había

elementos básicos de una salida que hasta ahora no habían sido considerados. En particular, un mayor involucramiento de Alemania y acciones destinadas a mejorar la competitividad relativa de las economías más afectadas. Agregó que la incertidumbre respecto de un eventual acuerdo fiscal en Estados Unidos tampoco permitía descartar un escenario de recesión en esa economía. Concluyó señalando que un debilitamiento significativo y simultáneo en Estados Unidos y la Eurozona podría arrastrar a las economías asiáticas, lo que afectaría a las economías emergentes. Aunque, en su opinión, este no era el escenario más probable, su impacto sería superior a lo que se había evaluado hasta ahora.

Un Consejero indicó que las tensiones financieras y la debilidad en Europa continuarían mientras no hubiese una solución definitiva a sus problemas, la cual no se avizoraba en un plazo cercano. Agregó que no se podía descartar un desenlace desordenado de los problemas en Europa, pero, a su juicio, lo más probable era que la región seguiría con mucha debilidad en materia de actividad —o una recesión— y con soluciones parciales e incompletas a sus problemas. Añadió que las implicancias de ambos escenarios sobre la economía chilena —y las economías emergentes en general— eran distintas. Un escenario de crisis aguda tendría repercusiones muy negativas sobre los mercados financieros y sobre la actividad. Ello podría requerir de un significativo impulso monetario, tal como ocurrió con la crisis global a fines del 2008. En cambio, prosiguió, un escenario de debilidad prolongada tenía implicancias sobre la actividad y la inflación interna, pero más moderadas. No obstante, era probable que en ese escenario también se requiriera de mayor expansividad de la política monetaria. En todo caso, agregó, este escenario se podría agravar y arrastrar a las economías emergentes a una situación de mayor debilidad.

En el ámbito interno, todos los Consejeros coincidieron en que los últimos registros de inflación y actividad habían sorprendido al alza. Asimismo, la demanda interna también había crecido algo más de lo esperado. No obstante, concluyeron, las desviaciones estaban dentro de los niveles normales, por lo que no cambiaban de manera relevante el panorama para el crecimiento y la inflación contenidos en el IPoM de septiembre. Varios Consejeros destacaron que ya se advertían señales de moderación de la demanda, en particular en las cifras de importaciones de bienes de consumo y capital, las que será necesario ir monitoreando con atención para derivar con suficiente anticipación la evolución de la demanda y la actividad, y sus implicancias sobre la inflación. Varios Consejeros resaltaron que la evolución de las expectativas de mercado permitía inferir que el juicio sobre el estado de la economía nacional era compartido y que las expectativas de corto plazo para la TPM se habían ajustado de una manera que validaba las decisiones que el Banco había adoptado.

Un Consejero indicó que, hasta ahora, las turbulencias externas no parecían haber tenido efectos mayores a los esperados en la actividad y la demanda interna. No obstante, agregó, era difícil pensar que la crisis en el mundo desarrollado no tendría efectos en Chile. En rigor, ya se habían producido efectos importantes en los mercados de activos. Por ahora, señaló, seguía contribuyendo el hecho de que el nivel de los términos de intercambio, aunque menor que hace unos meses, se mantenía alto. Con todo, concluyó que no debiera sorprender que en los meses venideros las cifras comiencen a reflejar un entorno externo que se ha seguido deteriorando.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que la opción de mantener la TPM era coherente con un escenario en que los efectos de la situación externa sobre la economía chilena aún eran acotados y, además, se enfrentaban situaciones de estrechez en el mercado laboral e inflación en rangos normales. Un Consejero indicó que bajarla sería una medida de orden preventivo ante eventuales futuros efectos más adversos de la situación externa. Agregó que, sin embargo, todo indicaba que había tiempo y espacio para seguir esperando a que los acontecimientos tanto externos como internos decantaran antes de proceder en dicha dirección.

Un Consejero señaló que, dada la posición de normalidad de la política monetaria, estaban las condiciones para mantener la TPM y seguir evaluando los fenómenos internos y externos. Ello, sin descartar la posibilidad de una baja de la TPM en las próximas reuniones.

Un Consejero argumentó que las noticias tendían a confirmar que lo más probable será que los eventuales efectos del deterioro externo se sientan con gradualidad. Por ello, lo más recomendable era seguir aplicando un criterio de prudencia en la conducción de la política monetaria. Así, agregó, dado que la TPM estaba dentro de un rango de valores neutrales, no se advertían razones poderosas para anticiparse y lo más adecuado seguía siendo no innovar. Ello, finalizó, no implicaba descartar reaccionar posteriormente, incluso con fuerza, si las circunstancias así lo exigían.

Un Consejero destacó que, reconociendo la incertidumbre sobre cuál sería el escenario externo que prevalecería —uno en que la situación actual se mantendría por un largo tiempo o uno en que habría un deterioro abrupto y significativo—, los costos de equivocarse en uno u otro sentido no eran simétricos. En su evaluación, era más costoso mover la TPM anticipadamente y después darse cuenta de que había sido la decisión errada, que la alternativa, mantenerla y luego darse cuenta que había sido una equivocación. Esto, considerando que hasta ahora el escenario de que la situación actual se mantendría por largo

tiempo parecía ser el más probable. Añadió que el error de tipo II, en esta ocasión, apuntaba claramente a la conveniencia de mantener la TPM. Una baja, en un contexto de *muddling-through*, podría ser contraproducente para efectos del manejo de las expectativas, del ciclo económico y, finalmente, para el logro de la meta de inflación. Acotó que, además, las recientes sorpresas de actividad e inflación interna también apuntaban a ser prudentes.

Un Consejero indicó que, por ahora, tanto las noticias internas como externas sugerían que mantener la TPM era coherente con el logro de la meta de inflación. Agregó que era probable que se debiera reducir la TPM en los próximos meses, pero por ahora no había una justificación suficiente para ello. Más aún, dadas las sorpresas en inflación y actividad, esa decisión sería difícil de explicar. Añadió que la oportunidad de la publicación del próximo IPoM sería apropiada para comunicar las perspectivas para la política monetaria.

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 5,25% anual.