

Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2011

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°177, celebrada el 13 de octubre 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 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 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 sobre las correcciones a la baja en las proyecciones del consenso del mercado para el crecimiento mundial de este año y el 2012 que se habían conocido en los últimos días y cómo se comparaban con el escenario base contemplado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre. En particular, se señaló que en el caso de Estados Unidos, las proyecciones eran coherentes con el escenario del IPoM, mientras que para Europa las nuevas estimaciones daban cuenta de una economía más débil. Se analizó la baja del precio de las materias primas, en especial de los metales, incluido el oro, que respondían tanto a factores reales como financieros relacionados con una caída de las posiciones de inversionistas.

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, a 5,0%.

El escenario base delineado en el IPoM de septiembre anticipaba que la pérdida de dinamismo internacional, tarde o temprano, contribuiría a moderar tanto el crecimiento de la economía chilena como las presiones inflacionarias, permitiendo una trayectoria para la TPM bajo lo estimado en el IPoM de junio. En el IPoM de septiembre se consideró, como escenario alternativo, un deterioro mayor del crecimiento en las economías desarrolladas y la intensificación de las tensiones financieras, lo que sesgó a la baja el balance de riesgos para el crecimiento mundial y chileno.

Los antecedentes más recientes confirmaban que Estados Unidos y Europa crecían con lentitud, lo que probablemente persistiría en lo que restaba del 2011 y durante el 2012. Asimismo, continuaba la incertidumbre respecto de cómo se resolverían los problemas de la deuda soberana y los bancos en la Eurozona. En este contexto, las condiciones financieras internacionales se habían tornado más restrictivas y se observaba una pérdida de confianza en consumidores y empresas en las economías más directamente afectadas.

Esta situación había comenzado a afectar a otras regiones y mercados relevantes para la economía chilena. En el último mes, las proyecciones de crecimiento para los emergentes habían sufrido recortes, sus premios de financiamiento habían aumentado y se habían observado salidas netas de capitales desde estos mercados, junto con correcciones en la valoración de sus activos y monedas.

Los precios de las materias primas habían mostrado un ajuste significativo, particularmente los metales y el cobre. En China, las encuestas empresariales mostraban una moderación de las expectativas de crecimiento en el último trimestre y habían surgido otras preocupaciones sobre la situación financiera de bancos y gobiernos locales.

A la luz de estos desarrollos, se estimaba que la probabilidad de escenarios externos más adversos que lo contemplado en el IPoM había aumentado. La continuación y/o profundización de las tendencias recientes de la economía internacional podría afectar negativamente las proyecciones de crecimiento e inflación para la economía chilena. Sin embargo, tampoco se podía descartar un escenario más benigno y similar al escenario base del IPoM. Era posible que, en las próximas semanas, las economías de la Eurozona lograran implementar un conjunto efectivo de medidas fiscales y financieras que permitieran revertir paulatinamente el deteriorado clima financiero y de negocios. La respuesta de los mercados financieros a los anuncios de la semana previa a la RPM reflejaba que este escenario aún era relevante.

Hasta ahora, la evidencia del impacto del deterioro externo en el crecimiento chileno era tenue y sus efectos se compensaban con el impulso previo que traía la economía nacional. Los antecedentes recientes mostraban que el consumo, la inversión, el crédito y las contrataciones aún seguían dinámicos, aunque en una trayectoria de moderación. En lo más reciente, algunos indicadores financieros y evidencia casuística señalaban que las condiciones crediticias internas se habían tornado algo más cautelosas o menos expansivas. En la industria, se observaba una desaceleración más marcada en los últimos meses, a lo que se sumaban problemas transitorios que habían afectado negativamente el desempeño de la minería, el comercio y otros servicios públicos. Por otra parte, las condiciones en el mercado laboral y también las holguras de capacidad se mantenían estrechas como consecuencia del crecimiento acumulado en trimestres pasados.

Las proyecciones de consenso de mercado mostraban una reducción de dos décimas tanto para el crecimiento del PIB del 2011 como del 2012, situándose en 6,3 y 4,5%, respectivamente. Sin embargo, ante la consolidación de un escenario externo más adverso, no era descartable que estas proyecciones continuaran revisándose a la baja.

En relación con la inflación, las cifras recientes habían estado en línea con las proyecciones del IPoM de septiembre, aunque con diferencias en su composición. Las tasas de inflación subyacente continuaban evolucionando en forma acotada y las expectativas privadas seguían estables en torno a la meta de 3% anual. Al igual que para el crecimiento, la consolidación de un escenario externo más

adverso también afectaría la evolución esperada para la inflación. En el plazo relevante para la política monetaria predominaban los efectos negativos de un menor crecimiento económico, de la evolución de las holguras en distintos mercados y la incidencia de menores precios internacionales de materias primas.

Con relación a la política monetaria, esta ya había reaccionado al escenario externo, tomando en cuenta que la TPM había evolucionado por debajo de la trayectoria estimada a mediados de año y que el Consejo había retirado el sesgo alcista para la política en agosto. Ello, junto con la disminución de las tasas externas, había permitido una reducción significativa de las tasas de largo plazo en Chile, entregando condiciones algo más expansivas. Además, en caso de consolidarse un escenario más adverso, la política monetaria contaba con flexibilidad y espacio para responder con rapidez.

Con respecto a las opciones planteadas para esta reunión, cada una de ellas involucraba ventajas y riesgos. Recortar la TPM en 25 puntos base e incorporar un sesgo negativo a su trayectoria futura 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, considerando los rezagos con que normalmente opera la política monetaria. El riesgo, sin embargo, era que la decisión sería una sorpresa respecto de la expectativa mayoritaria de mercado. Esto podría transmitir una visión más negativa sobre el escenario externo, generando un efecto contrario al deseado sobre la confianza de los consumidores y empresas en Chile. Tampoco se podía descartar un escenario externo algo más benigno, al menos en el corto plazo, si en Europa se adoptaban las medidas pertinentes que mejoraran el clima de negocios y la confianza financiera. Finalmente, también existía incertidumbre sobre el impacto del escenario externo en la economía chilena. Era difícil precisar la oportunidad e intensidad con que ocurrirían estos efectos. Hasta el momento, la evidencia era débil y no se podía descartar que tardaran en observarse, porque se confundían con el impulso que traía previamente la economía chilena.

Por su parte, la opción de mantener la TPM, comunicando un balance de riesgos más negativo para la economía mundial y nacional, tenía la ventaja de dar tiempo para que la situación externa decantara, así como para que se observaran sus efectos en la economía local. El riesgo de mantener era retrasar un relajamiento de las condiciones monetarias que ayudara a amortiguar los efectos del escenario externo sobre la economía chilena. Sin embargo, este riesgo se atenuaba en las circunstancias actuales porque: (i) las tasas de largo plazo ya habían experimentado una reducción significativa; (ii) por el dinamismo reciente del gasto interno y sus fundamentos; y (iii) porque la economía nacional partía de una situación inicial de brechas cerradas de capacidad y condiciones

relativamente estrechas en el mercado laboral. Además, este riesgo se podría compensar posteriormente con movimientos más intensos de la TPM, que llevaran rápidamente a la política monetaria a una posición más expansiva.

Finalmente, no se podía descartar un escenario de un deterioro más abrupto y marcado de las condiciones financieras externas en las próximas semanas. La materialización de este escenario, además de una revisión de la política monetaria, podría llevar a la evaluación de medidas complementarias de liquidez para contribuir al normal funcionamiento de los mercados financieros nacionales.

Con respecto a las consideraciones tácticas, la opción de mantener la TPM en 5,25% coincidía con la expectativa mayoritaria del mercado. Cabía señalar que, en horizontes más largos, las encuestas y las tasas de mercado indicaban una trayectoria a la baja para la política monetaria. Esta perspectiva era coherente con el riesgo de materialización de un escenario externo más adverso y sus consecuencias sobre la economía nacional.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros destacaron que la evolución del escenario macroeconómico seguía dominada por los acontecimientos en Europa, implicando una alta volatilidad en los mercados. Resaltaron la mantención de las tensiones financieras en Europa, el empeoramiento de los indicadores de actividad en el mundo desarrollado y la caída del precio de las materias primas. Un Consejero destacó, por su posible relevancia para Chile, las dudas que surgían sobre el dinamismo en China. Otro Consejero agregó la inquietud sobre la situación de la banca en China y sus implicancias sobre la capacidad de esta economía de mantener altas tasas de crecimiento en un contexto de debilidad sostenida del mundo desarrollado.

Un Consejero llamó la atención sobre los anuncios que permitirían elevar las compras de deuda soberana europea, los que habían tendido a calmar los mercados. Agregó que, a su juicio, esos anuncios daban una pausa momentánea a las tensiones, pero quedaban pendientes soluciones de fondo vinculadas a la corrección de precios relativos al interior de la Eurozona. Otro Consejero resaltó la necesidad de resolver el problema de Grecia, fortalecer la base de capital de los bancos europeos para enfrentar escenarios más complejos y establecer cortafuegos a economías centrales como Italia y España. A su juicio, si bien algunos anuncios delineaban una potencial solución a estos problemas, aún se estaba lejos de lograr una solución definitiva. Por ello, la relativa tranquilidad

financiera de los días previos a esta reunión no debía considerarse como una vuelta a la normalidad. Concluyó que no se podía descartar que la situación se normalizara, validando el escenario base del IPoM, pero que también podrían seguir repitiéndose períodos de turbulencias, con consecuencias sobre los precios de los activos y la capacidad de crecimiento de la economía global.

Un Consejero expresó que se había ido configurando un panorama en que la debilidad del mundo desarrollado sería prolongada. Ello, agregó, abría la inquietud sobre la capacidad del mundo emergente de mantener un desacople permanente. A su juicio, esto incluía a Chile y era relevante para las perspectivas de la política monetaria en los próximos trimestres. Un Consejero señaló que si bien el origen de los problemas que hoy afectaban a la economía mundial estaba en el mundo desarrollado, su evolución dependía de forma importante de las economías emergentes. Añadió que en el último tiempo, la preocupación por el crecimiento de estas últimas había aumentado, conduciendo a una interrupción de los procesos de ajuste monetario que se encontraban en curso.

Todos los Consejeros coincidieron en que más allá de los vaivenes del escenario externo, habían aumentado los riesgos de un panorama más deteriorado que el previsto en el IPoM. Por ello, concordaron, era importante comunicar que de materializarse un peor escenario global con implicancias sobre las perspectivas inflacionarias, el Banco actuaría con flexibilidad y corregiría el curso de la política monetaria.

Algunos Consejeros destacaron la volatilidad del peso en las últimas semanas. Algunos Consejeros resaltaron que era posible que la depreciación del peso afectara la inflación en el corto plazo, pero que en el horizonte de proyección sus efectos eran menores. Un Consejero indicó que los movimientos del peso chileno no escapaban de lo sucedido en la mayoría de las economías emergentes, pero que la volatilidad aún era muy significativa, por lo que era temprano para sacar conclusiones de mediano plazo. Sin perjuicio de ello, sostuvo que si bien el nivel del tipo de cambio estaba algo más depreciado de lo que se habría esperado hace un par de meses, aún era incierto el efecto directo sobre la inflación de la depreciación del peso y su compensación por la caída de los precios de las materias primas.

En el plano interno, todos los Consejeros destacaron que la inflación anual del IPC seguía en torno a 3%, al mismo tiempo que la inflación subyacente mostraba un incremento acotado. Sobre la actividad, todos los Consejeros resaltaron que los últimos datos apuntaban a una desaceleración algo mayor que la prevista en septiembre. Un Consejero destacó que aún era temprano para sostener que este era un fenómeno más permanente. Entre otras cosas, añadió, porque había sido

influido por eventos puntuales en el sector minero. De todos modos, concluyó, el estancamiento de la actividad era un fenómeno que llamaba la atención y que no se daba hace meses.

Todos los Consejeros destacaron que, pese a lo sucedido con la actividad, otros indicadores seguían dando cuenta de un dinamismo importante, en particular el mercado laboral, las importaciones y el crédito. Varios Consejeros contrastaron esta última afirmación con que se había observado una mayor estrechez en el otorgamiento de crédito bancario. Uno de estos Consejeros añadió que la reacción de los bancos podría responder a una percepción de mayor riesgo de crédito en ciertos segmentos. No obstante, señaló que en el financiamiento bancario no se habían advertido tensiones o presiones comparables a las registradas en el 2008. Un Consejero resaltó que era necesario monitorear cuidadosamente el impacto que el ambiente de mayor incertidumbre pudiera tener sobre las decisiones de gasto de hogares y empresas, y las condiciones de oferta de crédito. Ese era, en su opinión, un canal relevante por el cual los serios problemas de las economías desarrolladas se transmitirían sobre la economía local. Otro Consejero puntualizó que, sin perjuicio del dinamismo de la demanda interna, el deterioro global debería contribuir a su moderación en los próximos trimestres, de manera que el riesgo de una eventual sobreexpansión del gasto, identificado en el último IPoM, se había reducido.

Sobre la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que las opciones de mantener la TPM o reducirla en 25 puntos base eran las más apropiadas. Asimismo, concordaron que era difícil pensar que las turbulencias externas no tuvieran un efecto en Chile, pero que hasta ahora las cifras conocidas no daban cuenta de un cambio que justificara una reducción de la TPM. Un Consejero destacó que debía tenerse presente que los efectos de las turbulencias se mostraban con rezagos en las cifras reales, por lo que no sería sorprendente que más adelante se hicieran patentes. Agregó que aunque bajar la TPM se justificaría como acción preventiva para adelantarse a las consecuencias que las turbulencias externas tendrían eventualmente sobre la economía nacional, le parecía más coherente con la situación actual de mantener la TPM. Esta acción, prosiguió, era congruente con la estrechez de las holguras internas, con que los efectos de la situación externa, por ahora, eran acotados en lo interno y con una política monetaria que difícilmente podría catalogarse de contractiva.

Un Consejero opinó que mantener la TPM se reafirmaba porque si bien había claras señales de deterioro externo, estas aún estaban en desarrollo y todavía no se habían traducido en un cambio notorio en las condiciones internas. En cambio, innovar, bajando la TPM, podría ser prematuro. Sin embargo, añadió que los antecedentes de los últimos meses permitían descartar con una alta

probabilidad un alza de la TPM a futuro, puesto que se había configurado un panorama donde resultaba más claro pensar que el próximo movimiento sería a la baja. Sin embargo, finalizó, no eran claros ni el momento ni su magnitud.

Un Consejero destacó que las perspectivas para el escenario interno eran difíciles de perfilar con precisión. En todo caso, agregó que lo claro era que los riesgos eran mayores que los contemplados con anterioridad. Añadió que, dado lo sucedido en el escenario externo, se podría sostener la conveniencia de actuar preventivamente bajando la TPM. Sin embargo, ello no estaba exento de problemas y riesgos. El escenario mundial, más allá del debilitamiento observado, permanecía muy fluido. De optar por un recorte preventivo de la TPM, el mensaje sobre la trayectoria futura de la política monetaria podría ser complejo de transmitir. Se agregaba que la TPM estaba dentro de un rango de valores neutrales, por lo que tampoco existía una premura por actuar de inmediato. Por lo tanto, concluyó que lo más adecuado era esperar y acumular más antecedentes. Añadió que ello, en ningún caso, restaba flexibilidad para reaccionar más adelante y que, además, había que tener presente que las condiciones monetarias se habían relajado respecto de lo que el mercado tenía internalizado hace algunos meses atrás, de manera que no se podía sostener que la política monetaria no había reaccionado frente a los cambios en el escenario global.

Un Consejero indicó que por ahora le parecía prematuro reducir la TPM. Por un lado, podría dar una señal de dificultades más allá de lo que la coyuntura justificaba, configurando un apresuramiento infundado. Esto se reafirmaba porque una baja de tasas sería una sorpresa. En todo caso, continuó, si se daba un deterioro abrupto, había suficiente flexibilidad para compensar con reducciones más significativas. Por otro lado, como resultado de los acontecimientos recientes, las tasas de interés habían caído a todos los plazos. La reacción de las tasas de mercado, sustentada en la misma conducción de la política monetaria, había hecho que la política monetaria fuera más expansiva que hace dos meses. Añadió que aunque lo más probable era que el próximo movimiento de la TPM fuera a la baja, aún no se tenía información suficiente para tomar esa decisión y tampoco para pensar que era algo inminente.

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.