

Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2011

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°176, celebrada el 15 de septiembre 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 Subsecretario de Hacienda, señor Julio Dittborn Cordua.

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 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 Gerente de Estabilidad Financiera, don Luis Opazo Roco; 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 examinó la agudización del estrés financiero en Europa y el estrechamiento de la liquidez en sus mercados interbancarios, a pesar de las acciones recientes del Banco Central Europeo (BCE). Se indicó que algunos inversionistas externos estaban disminuyendo su exposición bancaria en la región. La información disponible mostraba aumentos en las primas de crédito. Se destacó, en todo caso, el programa de acción coordinada del BCE, la Reserva Federal, el Banco Nacional de Suiza, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón, que buscaba resolver problemas de liquidez en dólares. Se remarcó que, hasta la fecha, la reacción de los mercados financieros locales a las turbulencias externas había sido moderada y no se observaban distorsiones en el mercado monetario.

En el ámbito local, se revisó la evolución de los inventarios. Se señaló que la pregunta del IMCE arrojaba una acumulación de existencias por sobre lo deseado y que la brecha entre producción y ventas industriales reafirmaba esta percepción, lo que podría ser coherente con una moderación de la actividad en el futuro.

Sobre el escenario de inflación, se indicó que eran claves, por el lado interno, los desarrollos en el mercado laboral, en la medida que se observaba una situación estrecha y una aceleración en los salarios. Por el lado externo, los significativos cambios en el escenario comenzaban a observarse en los indicadores locales de expectativas, aunque de manera acotada.

2. Opciones

Los antecedentes conocidos desde la última reunión llevaban a proponer como opción relevante para esta ocasión mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,25%, sin sesgo.

En la última reunión, el Consejo había eliminado el sesgo alcista para la TPM. El comunicado aludió al significativo deterioro del panorama externo, tanto por un empeoramiento de las cifras y proyecciones de actividad como por el mayor grado de estrés financiero que se detectaba en los mercados internacionales. En contraste, la economía chilena seguía avanzando con dinamismo, constatándose cierta desaceleración en la actividad y demanda.

Las noticias más recientes en las economías desarrolladas llevaban a anticipar que su menor dinamismo se mantendría en la segunda mitad del año y también hacia el 2012. Además, no se podía descartar que la continuación o agudización

de las recientes turbulencias financieras acentuara el deterioro en la confianza global y moderara aún más las perspectivas de crecimiento mundial.

Hasta el momento no se observaban efectos de estas novedades en las cifras de la economía nacional. Los antecedentes recientes de comercio, ventas de viviendas e importaciones de capital aún reflejaban un dinámico comportamiento de la demanda, especialmente de la inversión fija. Otros sectores, como la industria, mostraban una desaceleración más marcada.

Sin embargo, los indicadores locales relacionados con expectativas ya reflejaban cierta moderación. Desde junio, la proyección de consenso de los analistas para el crecimiento del PIB del 2012 se había reducido 0,6 puntos porcentuales, desde 5,3 a 4,7%, y se observaban caídas en la confianza de consumidores y empresarios.

El escenario base del IPoM de septiembre anticipaba que el menor impulso externo contribuiría a moderar el ritmo de crecimiento de la economía chilena hacia su tendencia. Esto permitiría que la TPM se ubicara en una trayectoria algo más baja de lo que se estimaba en junio, al menos en el corto plazo, lo que ya se reflejaba en una disminución generalizada de las tasas de interés en el mercado nacional.

Sin embargo, era importante no perder de vista que, en el ámbito externo, el escenario base, pese al deterioro reciente, aún era favorable para la economía nacional respecto de lo observado en la última década. Los términos de intercambio se mantenían elevados, al igual que el ritmo de crecimiento de los socios comerciales, mientras que las tasas de financiamiento externo eran bajas. Todo esto mostraba la mayor relevancia de las economías emergentes, particularmente de China, en la demanda externa para la economía chilena.

Sobre la inflación, las últimas cifras no modificaban en forma relevante las perspectivas delineadas en el IPoM de septiembre. Las expectativas privadas exhibían una reducción significativa a lo largo del último mes, ubicándose en torno o algo por debajo de la meta. Sin embargo, un factor de riesgo en el frente interno era que el mercado laboral seguía estrecho y se observaba un mayor crecimiento de los salarios nominales.

Con respecto a las perspectivas de mediano plazo para la inflación, las proyecciones del IPoM contemplaban una trayectoria estable, en torno a 3%, condicionada a que se mantuvieran las brechas de capacidad cerradas y que el tipo de cambio real también continuara relativamente estable.

Este conjunto de antecedentes era el que llevaba a proponer mantener la TPM

en su nivel actual, y sin un sesgo en el corto plazo. Ello, condicionado a que la economía no se alejara significativamente del escenario base.

Sin embargo, los riesgos negativos asociados al escenario externo eran significativos, particularmente tomando en cuenta los eventos más recientes en la Eurozona. Existían escenarios en que las condiciones internacionales podrían deteriorarse significativamente respecto del escenario base. Por esta razón, en el último IPoM, los riesgos de la proyección de crecimiento para la economía chilena estaban sesgados a la baja.

En caso de que se materializaran estos riesgos, con consecuencias negativas sobre las proyecciones locales de crecimiento e inflación, la política monetaria contaba con la flexibilidad necesaria para responder con rapidez, considerando que las expectativas de inflación estaban bien alineadas y que la TPM estaba en un rango de valores normales en relación con la historia.

Respecto de consideraciones tácticas, mantener la TPM en 5,25% coincidía con la expectativa mayoritaria del mercado. En horizontes más largos, las encuestas y las tasas de mercado sugerían una trayectoria de la política monetaria algo por debajo de la actual TPM. Aunque esta perspectiva contrastaba con la ausencia de sesgo para la política monetaria en el escenario base del IPoM de septiembre, era compatible con el predominio de los riesgos negativos en los escenarios alternativos delineados para la economía internacional y sus consecuencias sobre la economía chilena.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros señalaron que la atención seguía centrada en el empeoramiento de la situación financiera, especialmente en Europa, a lo que se agregaba que las últimas cifras de actividad reforzaban la perspectiva de una desaceleración global. Varios Consejeros manifestaron que la preocupación central era un eventual *default* de Grecia y el posible contagio sobre el resto de las economías europeas. Varios Consejeros destacaron que los mercados financieros seguían marcados por una alta volatilidad y una fuerte aversión al riesgo, al mismo tiempo que se registraban presiones importantes en los mercados monetarios, especialmente de Europa. Asimismo, resaltaron que, a pesar de que había habido intentos por calmar los mercados, estos no habían sido exitosos.

Un Consejero planteó que el escenario externo probablemente se deterioraría. Indicó que no era posible descartar una solución desordenada del problema de

deuda soberana en la Eurozona que tuviera graves consecuencias. A su juicio, las crecientes tensiones financieras de los últimos días en Europa mostraban que dicho escenario era cada vez más probable. A lo anterior se sumaba la incertidumbre sobre la fuerza de la recuperación de la actividad y el empleo en los EE.UU., así como respecto de la efectividad de acciones de política monetaria y fiscal expansivas en dicho país. Un Consejero agregó que las implicancias para las economías emergentes era un tema de creciente preocupación. A su juicio, resultaba difícil anticipar cómo evolucionarían las condiciones externas y, particularmente, las relevantes para Chile. Por ello, lo que correspondía, por el momento, era ejercer un seguimiento muy cercano, principalmente sobre aspectos que pudieran tener mayor incidencia en la conducción de la política monetaria.

En el plano interno, todos los Consejeros coincidieron en que las cifras indicaban que la actividad y la demanda continuaban moderándose. Algunos Consejeros notaron que, en todo caso, todavía había indicadores mixtos, como el crecimiento del crédito y las ventas de viviendas. Varios Consejeros destacaron que, además, el mercado laboral seguía marcado por condiciones de estrechez, lo que se reflejaba en tasas de desempleo bajas y en una aceleración del ritmo de crecimiento de las remuneraciones nominales. Un Consejero recordó que, hace unos meses, el principal riesgo era que la economía local creciera más de lo necesario para el cierre de brechas, dando paso a presiones inflacionarias. A su parecer, ese riesgo se había disipado de manera importante.

Todos los Consejeros manifestaron que, en lo grueso, la inflación de agosto había estado de acuerdo con lo previsto y seguía esperándose que fluctuara en torno a 3% en adelante. Un Consejero complementó que las expectativas de inflación se habían estabilizado en torno a 3%, y más allá de fluctuaciones en la inflación efectiva de algún mes, parecían bien alineadas en ese valor. Un Consejero indicó que expectativas de inflación a la baja y en línea con la meta, más una TPM constante en el corto plazo, eran congruentes con el cumplimiento de la meta.

Respecto de la política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que mantener la TPM en su nivel vigente era lo más apropiado. Asimismo, concordaron en que el nivel actual de la TPM permitía reaccionar con flexibilidad si se enfrentaran cambios bruscos en el escenario macroeconómico. Un Consejero señaló que aumentar la TPM no sería coherente con el escenario internacional, con la desaceleración interna y con la evolución de la inflación. Por otro lado, bajarla podría ser anticipado en virtud de que, hasta ese momento, no había indicios de efectos de envergadura de la situación externa sobre la economía nacional. La desaceleración que se experimentaba era, en gran parte, producto de la convergencia de la actividad hacia niveles más compatibles con su tendencia,

que se habría producido incluso sin el peor escenario externo. Además, los términos de intercambio se mantenían elevados, China seguía muy dinámica y las condiciones de financiamiento no se habían alterado. Ello permitía, si no había cambios mayores en adelante, esperar efectos acotados sobre la economía interna.

Un Consejero advirtió que las novedades del último mes reafirmaban la idea de mantener la TPM, pues su nivel actual entregaba amplios grados de libertad para futuras acciones. Por ahora, parecía temprano innovar, puesto que la actividad y la inflación habían estado en línea con lo anticipado, aún no se observaban efectos claros de la mayor incertidumbre externa, y aquellos más críticos todavía no se habían materializado plenamente.

Un Consejero resumió que las noticias posteriores al cierre del IPoM reafirmaban en lo grueso el escenario base allí descrito, que tenía asociados grados importantes de incertidumbre y riesgos cuya probabilidad había ido en aumento. A su juicio, surgía con claridad la decisión de mantener la TPM en su actual nivel. El hecho que esta se ubicara en un rango de valores normales permitía perfectamente detenerse hasta tener una visión más nítida de cómo evolucionarían las condiciones externas e internas.

Un Consejero señaló que mantener la TPM en esta reunión era una decisión prudente, porque marcaba que el escenario base del IPoM seguía siendo el de mayor probabilidad de ocurrencia. Las últimas novedades no apuntaban a modificarlo, pero sí a considerar que los riesgos, especialmente los externos, eran mayores. La evolución del escenario internacional seguía muy abierta. Existían escenarios extremos con probabilidades de ocurrencia que, aunque inferiores a las del escenario base, eran suficientes como para considerarlos en la decisión de esta reunión. En su opinión, Chile no sería inmune en caso de que ocurriera alguno de ellos, pero sí estaba en una posición sólida para enfrentarlos. A diferencia de décadas previas, la economía nacional estaba capacitada para afrontar tanto problemas de liquidez en moneda nacional y en moneda extranjera, como también para estimular el gasto interno en caso de que fuera necesario.

Un Consejero señaló que, desde principios de agosto, el escenario internacional había cambiado drásticamente, y así lo había hecho también la política monetaria. Además de mantener la TPM, se había retirado el sesgo al alza, y en el último IPoM se había usado como supuesto de trabajo que se mantendría en el corto plazo. Esa era la trayectoria coherente con la meta de inflación y, por lo tanto, aseguraba que la economía se mantendría en una senda de crecimiento acorde con su tendencia de largo plazo. Además, las perspectivas sobre la TPM

se habían ajustado a la baja respecto de lo esperado hace unos meses. La caída en las tasas de interés de mercado, causadas por el descenso de las tasas externas y el nuevo escenario de política monetaria, ya entregaban condiciones financieras más expansivas en la economía local. Añadió que el escenario externo era extremadamente complejo y preocupante y podía requerir ajustes en la TPM en los meses venideros. La situación actual era muy cambiante como para sugerir modificaciones en la TPM en esta oportunidad. Las implicancias de política monetaria de un deterioro significativo del escenario externo dependerían tanto de sus repercusiones financieras como sobre la actividad global y los precios de las materias primas. Por ello, en su opinión, en este momento se hacía necesario mantener cautela, en particular dado que de persistir el escenario base, una TPM en los niveles actuales representaba una instancia monetaria adecuada.

Sobre las decisiones futuras de política monetaria, un Consejero explicitó que un sesgo neutral no significaba no estar alerta ante cambios bruscos del entorno. Por ello, no implicaba un compromiso de mantención de la TPM por un tiempo determinado, sino que, con la información disponible, no se veía un sesgo en una u otra dirección. En su opinión, se hacía cada vez más preponderante el riesgo de agravamiento de la situación externa respecto del de un dinamismo interno insostenible. No obstante, esto no era suficiente aún para cambiar el sesgo de la política monetaria.

Un Consejero indicó que, ante escenarios externos extremos, probablemente habría que pensar en una posición más expansiva de la política monetaria. Sin embargo, tampoco podía descartarse que en lo interno operaran mayores presiones inflacionarias que las consideradas en el último IPoM, ya fuera porque se reflejara más en los salarios la estrechez del mercado del trabajo o bien porque la demanda interna o el gasto no se moderaran como estaba previsto. En consecuencia, el problema era la amplitud de los escenarios alternativos.

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.