

Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 2011

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°174, celebrada el 18 de agosto de 2011.

Asisten el Presidente don José De Gregorio Rebeco 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 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 discutió respecto del panorama externo. Se indicó que lo más probable era un escenario en que el crecimiento de las economías desarrolladas fuera lento por un período prolongado y la resolución del problema de la deuda en la Eurozona fuera ordenado. Las proyecciones de mercado de ese momento recogían un descenso de la actividad en las economías desarrolladas, coherente con la debilidad de las cifras del primer semestre, sin reflejar un escenario sostenido de turbulencias financieras que no podía descartarse. Pese a que los mercados financieros estaban convulsionados, las proyecciones descansaban en el supuesto de que el mundo emergente sería tan resiliente como lo había sido en el 2009.

Se analizó la situación del sistema financiero de la Eurozona. Se señaló que los aumentos de las primas por liquidez en esta área indicaban la preocupación por la banca y, por tanto, de las fricciones del mercado interbancario. Se acotó que la salida de los fondos mutuos estadounidenses de los mercados europeos, a raíz de las dudas sobre la solidez fiscal de varias de las economías de la Eurozona, contraía la liquidez en dólares en estos mercados, con lo que era más difícil y costoso para los bancos de estos mercados fondearse en dólares. Esto explicaba, además, comentarios de mercado acerca del uso de las líneas de *swaps* en dólares que operan entre el Banco Central Europeo y la Reserva Federal. En todo caso, se agregó que era probable que las soluciones hasta ahora aprobadas para salir de la crisis de deuda en esta región fueran solo transitorias, con lo que no se podía descartar que en los siguientes trimestres se siguieran observando episodios de tensión financiera.

Se revisó el comportamiento del mercado interbancario interno, señalándose que funcionaba con normalidad. Se agregó que las tasas de los depósitos a plazo habían caído y que no se observaba una gran dispersión de las tasas de los depósitos transados en bolsa, como en el pasado.

2. Opciones

Desde la última reunión, los antecedentes llevaban a proponer como opciones relevantes para esta ocasión: (i) mantener la Tasa Política Monetaria (TPM) en 5,25%, conservando el sesgo restrictivo; o (ii) mantener la TPM en 5,25%, pero eliminando el sesgo restrictivo.

En el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio, el Consejo estimaba que, probablemente, serían necesarias alzas adicionales de la TPM para moderar el crecimiento de la economía hacia una trayectoria coherente con su potencial.

También se señaló que los riesgos para la inflación y el crecimiento eran equilibrados, aunque significativos, compensándose los riesgos expansivos provenientes del dinamismo de la demanda interna y el cierre de las brechas con los riesgos negativos derivados del escenario internacional. En los últimos meses, los riesgos para la inflación y el crecimiento se habían ido inclinando a la baja como consecuencia del empeoramiento de la economía internacional.

Los datos de actividad mundial confirmaban que durante el segundo trimestre se produjo una nueva desaceleración en el crecimiento de las economías desarrolladas. Más allá de algunos factores puntuales que incidieron negativamente en este resultado, las proyecciones que se habían ido conociendo en las últimas semanas anticipaban que este menor dinamismo se mantendría en la segunda mitad del año y también hacia el 2012. Detrás del deterioro de las expectativas estaba la lenta evolución del consumo privado y la creación de empleo en las economías desarrolladas, la continuación de la deflación en el precio de las viviendas en Estados Unidos y la anticipación de una menor contribución de la política fiscal a la demanda agregada como consecuencia de las necesidades de consolidación de las finanzas públicas. Más aún, no se podía descartar que una continuación de las recientes turbulencias financieras agudizara el deterioro de la confianza global y las perspectivas de crecimiento mundial.

Aunque aún era temprano para ver los efectos de los desarrollos externos sobre la economía nacional, el menor crecimiento mundial, la caída de los términos de intercambio y los mayores premios financieros probablemente contribuirían a restar impulso al crecimiento interno en los próximos trimestres, atenuando la tracción del mercado laboral y del crédito sobre el consumo privado. Desde junio a la fecha, las expectativas privadas ya recogían una reducción de 0,3 puntos porcentuales en el crecimiento esperado del PIB para el 2012, desde 5,3 a 5,0%.

En relación con la inflación, la disminución en los precios de las materias primas, la moderación de las expectativas de inflación en Chile y el traspaso acotado de las alzas previas en combustibles y alimentos al resto de los precios internos habían llevado a reducir las perspectivas inmediatas de aumentos de precios. Con respecto a las perspectivas de mediano plazo para la inflación, las holguras de recursos en la economía se habían estrechado en forma algo más intensa que lo contemplado en el IPoM de junio. No obstante, y aunque no era posible descartarlo totalmente, la probabilidad de que esta situación se mantuviera o se profundizara en los próximos trimestres, e imprimiera mayor impulso a la inflación, había disminuido como consecuencia del deterioro en el escenario externo. Las expectativas inflacionarias de mediano plazo se habían alineado con la meta de 3% anual.

En este contexto, la recomendación de mantener la TPM era coherente con un escenario en que las perspectivas y riesgos de corto plazo para la inflación se habían reducido considerablemente, y las perspectivas para la economía mundial eran más negativas.

Mantener una orientación restrictiva podría justificarse ante la evidencia de una moderación más lenta de la demanda interna, un estrechamiento más intenso de las holguras de capacidad internas, el riesgo de una eventual aceleración de las presiones inflacionarias por mayores costos laborales y/o mayores márgenes de comercialización, y la expectativa de una pronta normalización de la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

Por el contrario, su eliminación podría justificarse en que el abanico de riesgos negativos para el escenario externo era muy amplio, que sus consecuencias sobre el crecimiento y la inflación internas, aunque aún inciertas, podrían ser significativas, y que las dificultades políticas para resolver los problemas fundamentales que afectaban a Europa y Estados Unidos probablemente continuarían arrastrándose en los próximos meses, lo que seguiría afectando negativamente la confianza de los inversionistas, empresarios y consumidores, y la recuperación de estas economías.

Con respecto a las consideraciones tácticas, la opción de mantener la TPM y eliminar el sesgo restrictivo coincidía con la expectativa mayoritaria en el mercado. Cabía señalar que algunas tasas de mercado se habían ubicado marginalmente por debajo de la TPM, pero era difícil distinguir la incidencia de las expectativas respecto de eventuales premios financieros. En todo caso, la situación en el mercado aún era muy volátil y las diferencias de los últimos datos respecto de la TPM vigente eran marginales.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que durante el último mes las noticias del escenario externo eran muy negativas, resaltando la debilidad de las cifras macroeconómicas en los países desarrollados y el significativo aumento de la volatilidad en los mercados financieros. Un Consejero señaló que, pese a la relevancia de las noticias, estas no eran completamente sorprendidas, porque daban cuenta de la materialización de riesgos previamente identificados. Resaltó, no obstante, que conducían a desviaciones no menores respecto de lo contemplado en junio. Un Consejero indicó que, a su juicio, los problemas de deuda en Europa eran muy difíciles de solucionar en el contexto actual, lo que introducía riesgos de primer orden sobre las perspectivas macroeconómicas

externas. Agregó que, aunque la situación de Estados Unidos parecía algo más controlada, existían dudas sobre la exposición de su sistema financiero a los mercados europeos, lo que constituía una fuente de riesgos importante. Un Consejero destacó que era de esperar que el mundo creciera menos este año y el próximo, los precios de las materias primas cedieran y continuaran las turbulencias financieras. Más aún, había aumentado la probabilidad de un escenario de mayor deterioro.

Todos los Consejeros explicitaron que el cambio en el panorama externo tendría efectos en la economía chilena. Algunos Consejeros manifestaron que, por un lado, era posible que las economías emergentes vieran resentido su crecimiento de manera significativa, amplificando el deterioro de la actividad mundial. Por otro lado, no podía descartarse que las turbulencias financieras derivasen en la crisis de alguna economía, en particular en la Eurozona, que tuviera importantes repercusiones globales, con un impacto relevante en los mercados emergentes. Otro Consejero destacó que, en este escenario, era muy probable que Chile fuera afectado.

En el plano interno, todos los Consejeros destacaron que los indicadores de actividad mostraban un sólido comportamiento. Asimismo, resaltaron la significativa reducción de las expectativas privadas de inflación. Lo mismo había sucedido con las perspectivas de mercado respecto de la TPM. Un Consejero subrayó que, aunque el riesgo de que el dinamismo de la demanda interna se mantuviera más allá de lo deseado todavía subsistía, se observaba una tendencia a la moderación y las condiciones externas sugerían que la posible materialización de este riesgo había disminuido de manera importante. Otro Consejero indicó que la economía había seguido el curso anticipado los meses previos, pero que las perspectivas se habían tornado bastante más inciertas por la evolución del escenario externo. Por ello, señaló, lo más probable era que en los próximos trimestres se tuviera algo menos de crecimiento e inflación que lo antes previsto.

Un Consejero recordó que en el IPoM de junio, el supuesto de trabajo sobre la TPM era que terminaría el año en niveles cercanos o algo superiores a los actualmente vigentes. Las decisiones del Consejo, tanto respecto del nivel de la TPM como de su sesgo, habían sido coherentes con dicha evaluación. Sin embargo, puntualizó que los eventos recientes debían necesariamente llevar a una reevaluación del curso futuro de la política monetaria.

De este modo, todos los Consejeros coincidieron en que mantener la TPM en su nivel actual era lo más indicado. Un Consejero planteó que aumentarla parecía extemporáneo dado el escenario que se enfrentaba. Una decisión como esa implicaría pensar que la economía chilena estaba blindada con respecto a lo que

sucedía afuera, lo que, en su opinión, era un error. Por otra parte, agregó que aún era muy temprano para pensar en bajar la TPM. Esto, considerando tanto el proceso que se había llevado hasta ahora como la fuerza que aún mostraba la demanda interna.

Un Consejero resaltó que la TPM se encontraba en una zona confortable, ya que sin ser contractiva, tampoco estaba proveyendo impulso a la demanda. Dadas las perspectivas y la alta volatilidad externa, en su opinión, era clara la validez de la opción de mantenerla en esta oportunidad.

Un Consejero indicó que, considerando que la TPM se encontraba en un nivel relativamente normal, existía suficiente espacio para no innovar. Agregó que la inversión que se había hecho en meses anteriores, al normalizar la política monetaria con prontitud, permitía tomar esta decisión sin asumir riesgos importantes. Añadió que una mantención brindaba tiempo para evaluar los desarrollos en el frente externo y sus implicancias en el plano interno. Señaló también que otro elemento a considerar era que las expectativas de inflación se habían ajustado a la baja y, como resultado, las condiciones monetarias, expresadas en términos reales, habían tendido a endurecerse automáticamente.

Sobre las decisiones futuras de política monetaria, todos los Consejeros concordaron en que todas las alternativas tenían cierta probabilidad de ocurrencia. Un Consejero advirtió que, en ese momento, la situación más realista era que existían las mismas probabilidades de que en el futuro la TPM subiera o bajara. Agregó que, tal vez, la probabilidad de ambos eventos en el corto plazo era baja y que sí era mayor la de una mantención. De empeorar la situación internacional, algo que no podía descartarse, la probabilidad de un descenso de la TPM sería mayor. A la vez, si el escenario externo se estabilizaba y se mantenía el dinamismo interno o su desaceleración era más gradual que lo estimado, entonces la probabilidad de volver a la senda de alzas aumentaría.

Un Consejero indicó que, por ahora, su evaluación era que mantener la TPM por un tiempo prudente era la mejor estrategia para observar los cambios en el entorno interno y externo y sus implicancias sobre la trayectoria de la actividad y la inflación.

Un Consejero puntualizó que más importante que la decisión sobre el nivel de la TPM en esta reunión era su sesgo a futuro. Agregó que no descartaba una nueva alza, aunque la probabilidad de que no se requirieran nuevos incrementos en los próximos meses había aumentado significativamente, y que si bien no visualizaba un movimiento a la baja, le parecía que el rango de acciones plausibles se había abierto.

Un Consejero señaló que un alza de la TPM no era el escenario más probable en los meses venideros. Añadió que no se podía descartar que, de darse un deterioro adicional en la economía global, el próximo movimiento fuera a la baja. Asimismo, manifestó que tampoco se podía desechar que de persistir el vigor de la economía chilena, subsistieran presiones inflacionarias que amenazaran el cumplimiento de la meta y, por lo tanto, hicieran necesario subir la TPM. De todos modos, enfatizó que le parecía importante clarificar que no se estaba imponiendo un sesgo a la baja en la TPM.

4. Acuerdo

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