

Reunión de Política Monetaria

ABRIL 2012

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°184, celebrada el 17 de abril de 2012.

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

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 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 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 Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Luis Opazo Roco; 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 Marlays 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 del comportamiento que ha mostrado la actividad en las economías emergentes, especialmente en China, India y Brasil. Se indicó que en estos países se observaba una pérdida de dinamismo que, en parte, justificaba la reacción de política monetaria de sus bancos centrales.

Se comentó acerca de la evolución del mercado laboral, en particular del crecimiento de los salarios y su posible efecto en las presiones inflacionarias. Se señaló que, por ahora, su crecimiento era congruente con las cláusulas habituales de indexación, un incremento de la productividad acorde con el estado cíclico de la economía y un crecimiento potencial de 5%. En todo caso, se argumentó que este era un tema en que la incertidumbre del nivel de las variables inobservables adquiriría mucha importancia y debía ser revisado con especial atención dada sus implicancias para la inflación.

2. Opciones

Dados los antecedentes conocidos desde la última reunión, la División Estudios revisó las opciones relevantes para esta ocasión: (i) mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0%; o (ii) aumentarla la TPM en 25 puntos base (pb), a 5,25%.

Los antecedentes conocidos desde el cierre del IPoM no se apartaban del escenario base contenido en dicho Informe. En el plano externo, el resurgimiento de las tensiones financieras en la Eurozona y en los mercados globales, confirmaba que persistían dudas importantes respecto de la sustentabilidad de los avances logrados en esa región. Tal como se señalara en el IPoM, era probable que en los próximos meses se continuaran alternando períodos de relativa calma con períodos de agudización de las fricciones en los mercados financieros europeos y globales. Al mismo tiempo, otros escenarios de riesgo externo identificados en el IPoM se mantenían vigentes: la posibilidad de una desaceleración más marcada de la economía china y un aumento más abrupto del precio del petróleo.

En el plano interno, las cifras más recientes de actividad señalaban una reversión parcial de la sorpresa positiva de fines del año pasado, pero la moderación de la demanda interna aún no se consolidaba. Los antecedentes disponibles indicaban que el consumo privado y la inversión fija mostraban algunas señales de moderación a comienzos de año. Pero otros indicadores, como las importaciones de bienes de consumo, repuntaban en marzo. La inversión en construcción mantenía su dinamismo y el desempleo seguía bajo.

Aunque la inflación había presentado un bajo registro en marzo —lo que había llevado a un retroceso de las expectativas de corto plazo— se mantenían los riesgos señalados en el IPoM: presiones transitorias derivadas del alza de los combustibles y la posibilidad de traspasos mayores de esta al resto de los precios o las expectativas. También se mantenía el riesgo de una aceleración de la inflación subyacente como consecuencia de condiciones estrechas en el mercado laboral y en el uso de la capacidad instalada. Por el momento, estos riesgos no se habían materializado.

El IPoM utilizaba como supuesto de trabajo una trayectoria para la TPM coherente con los precios financieros, lo que suponía alzas graduales y moderadas en la segunda mitad del año. No obstante, la ocurrencia y oportunidad de estos ajustes debía considerar la evolución de las condiciones internas y externas en la economía. En este contexto, la opción de subir la TPM equivaldría a adelantar los ajustes de la instancia de política, lo cual se podría haber justificado si hubiese una evolución más favorable del escenario externo, una aceleración del crecimiento del producto y de la demanda que amenazara con ampliar la brecha de capacidad y la inflación subyacente, o un mayor traspaso de las presiones transitorias de oferta hacia otros precios, costos laborales o expectativas inflacionarias. Ninguna de estas condiciones se cumplía en esta oportunidad, lo que llevaba a no recomendar la opción de elevar la TPM en esta reunión.

Cabía señalar que las expectativas privadas no proyectaban aumentos de la TPM en el corto plazo y, en particular, en esta Reunión. Por ello, un alza de la TPM sería una sorpresa relevante, que comunicaría al mercado una mayor preocupación por el dinamismo de la actividad o los riesgos inflacionarios, así como la posibilidad de alzas futuras más rápidas e intensas. Esto podría tener consecuencias no deseadas sobre la curva de tasas, que, en términos generales, permanecía alineada con el supuesto de trabajo del IPoM.

Con respecto a mantener la TPM, esta era una opción válida considerando que su nivel actual estaba dentro de un rango de valores neutrales para esta variable, lo que permitía flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación externa, el dinamismo de la economía chilena, el impacto de los choques transitorios de oferta y el estado de las presiones inflacionarias subyacentes. Además, esta opción era la expectativa mayoritaria en el mercado, por lo que debía ser neutral para la evolución de la curva de tasas.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros concordaron en que las novedades del escenario interno y externo se enmarcaban dentro del escenario del IPoM. En el plano internacional, destacaron las mayores tensiones en los mercados financieros, principalmente ligadas a la situación de España. Un Consejero indicó que, a su juicio, era probable que retornara la volatilidad observada, incluso con algo más de intensidad, considerando los elevados vencimientos de deuda que deberá enfrentar España en meses venideros. En todo caso, prosiguió, todo lo anterior no eran más que síntomas de que los problemas de fondo de la Eurozona requerían de esfuerzos estructurales adicionales.

Varios Consejeros resaltaron también las señales de moderación de la actividad en China y la debilidad de las cifras de empleo de Estados Unidos. Un Consejero comentó que la mixtura de los indicadores en Estados Unidos había amainado el optimismo respecto de esta economía, que, en todo caso, aún tenía decisiones estructurales importantes pendientes, especialmente en lo fiscal.

En cuanto a las novedades en la economía local, varios Consejeros destacaron que la actividad y la demanda estaban reduciendo su velocidad de expansión. Un Consejero llamó la atención sobre el fortalecimiento de la recuperación de la inversión en obras, la moderación de las importaciones de bienes de capital y el dinamismo del crédito en condiciones que él califica de normalidad. Otro Consejero resaltó la volatilidad de los registros de actividad en los últimos meses. No obstante, agregó, tomando promedios, el crecimiento de la actividad convergía a tasas no muy distintas de las de tendencia. Otro Consejero comentó que la sorpresa de actividad de diciembre parecía haber sido transitoria. Aún no estaba claro qué había sido exactamente lo que la había provocado, pero no se podía rechazar la hipótesis de que pudiera estar ligada a la elevada concentración de la ejecución fiscal en dicho mes.

Todos los Consejeros destacaron el bajo registro de inflación de marzo. Algunos resaltaron que su lectura debía hacerse con cuidado, dada la volatilidad que estos habían mostrado en el último tiempo. Varios Consejeros recalcaron que, en todo caso, las expectativas del mercado no se habían modificado mayormente y tampoco se alejaban de lo supuesto en el escenario base del IPoM.

Varios Consejeros resaltaron el rol de la estrechez del mercado laboral y los salarios en la evolución de la inflación. Un Consejero señaló que, a su juicio, la tasa de desempleo estaría bordeando el límite del nivel no inflacionario, por lo que había que monitorear más de cerca la trayectoria de las remuneraciones nominales.

En cuanto a la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que la mejor opción era la de mantener la TPM en 5,0%.

Un Consejero admitió que la opción de incrementar la TPM en 25 pb podría encontrar algún sustento, pero concluyó que los argumentos que servían de apoyo a la opción alternativa dominaban ampliamente. Ello, por cuanto la decisión de mantener fluía con bastante claridad del último IPoM, el que seguía plenamente vigente. Además, el mercado se había alineado con la visión del Banco, lo que se corroboraba con expectativas de inflación que estaban en torno a la meta para el mediano plazo. Las turbulencias en los mercados financieros habían reafirmado la percepción de riesgos relativamente balanceados. El que la TPM se ubicase en un nivel normal o neutral brindaba holguras para acumular antecedentes antes de iniciar un movimiento de la tasa. Finalmente, un curso de acción distinto del de mantener sería sorprendente y, probablemente, difícil de asimilar por el mercado, que, de forma abrumadora, esperaba una mantención.

Un Consejero resaltó que la extensión y profundidad de la desaceleración de la actividad y de la demanda interna todavía no se manifestaba con suficiente claridad como para descartar la necesidad de nuevas alzas de la TPM. Otro Consejero subrayó que si bien el gasto se había desacelerado, lo había hecho con gradualidad y algunos componentes, específicamente el de construcción y otras obras, mantenían un elevado dinamismo. Según este Consejero, la no moderación de estos componentes de la demanda podría tener implicancias para la política monetaria, dado que la economía ya operaba con holguras de capacidad estrechas.

Un Consejero opinó que la opción de subir sería concordante con mayores riesgos inflacionarios. No obstante, estimó que todavía era temprano para apartarse del escenario base, más aún tomando en cuenta los registros de inflación subyacente que, en general, seguían estando en la parte baja del rango de proyección. Las expectativas de inflación se mantenían en torno a la meta y si bien el mercado esperaba alzas, estas se incorporaban solo a partir de los últimos meses del año. En las próximas reuniones se iría viendo si las condiciones cambiaban o se acercaban más a algunos de los escenarios de riesgo contemplados.

4. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Vergara, del Vicepresidente señor Marfán y de los Consejeros señores Marshall, Claro y Vial, mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0% anual.