

Reunión de Política Monetaria

MAYO 2012

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°185, celebrada el 17 de mayo 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 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 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 Secretaria General, doña Marllys 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 la evolución del escenario internacional. En particular, sobre los efectos que un agravamiento de la crisis en Grecia podría tener sobre otras economías europeas. El acoplamiento que mostraba el riesgo de España, Italia y Francia podía ser un indicador de esta situación. Otro tema de discusión fueron los problemas fiscales que enfrentará Estados Unidos en el corto y mediano plazo, incluyendo sus efectos hacia otros países deficitarios.

En lo interno, el principal tema fueron las razones de las correcciones a la baja de las expectativas sobre la inflación de corto plazo y la Tasa de Política Monetaria (TPM). Respecto de las de inflación, se indicó que era probable que respondieran a fenómenos puntuales, como el menor precio del petróleo, así como a los menores registros efectivos de inflación y los cambios en precios específicos asociados al proyecto de reforma tributaria en discusión. Sin embargo, resaltaba la corrección en las expectativas para la TPM, porque los fenómenos mencionados tenían efectos más bien puntuales y los riesgos de mediano plazo para la inflación seguían presentes. Se mencionó que, aunque no era fácil dilucidarlo, era posible que el deterioro de la situación externa explicara el cambio. Con todo, llamaba la atención que coincidía con el dinamismo que seguía presentando el escenario interno y la corrección al alza de las expectativas de crecimiento del mercado.

2. Opciones

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

En el último Informe de Política Monetaria (IPoM) se delineó un escenario externo caracterizado por el bajo crecimiento de las economías desarrolladas, la permanencia de las fricciones en los mercados financieros internacionales y términos de intercambio menores que los del 2011. Los antecedentes conocidos desde el cierre del IPoM, en particular durante el último mes, no se apartaban significativamente de este escenario base, pero los riesgos internacionales, especialmente aquellos relacionados con la situación de la Eurozona, se habían inclinado hacia escenarios más negativos.

En lo interno, aunque eran algo más dinámicas, las cifras recientes de actividad y demanda tampoco se alejaban mayormente del escenario base del IPoM. Un aspecto destacable era el mayor dinamismo de la inversión en construcción

y obras, con un comportamiento normalmente inercial, en contraste con la moderación de las existencias e inversión en maquinaria y equipos importados, con un comportamiento usualmente más volátil.

En el IPoM se proyectaba que en el primer semestre la inflación se situaría en la parte superior del rango de tolerancia, por la incidencia de choques transitorios en los precios de combustibles y perecibles. Este riesgo había disminuido por la evolución reciente del precio internacional del petróleo y de sus derivados. Los indicadores subyacentes, en particular su componente de servicios y los salarios nominales, no mostraban una nueva aceleración que indicara que el estado de la brecha de capacidad o la situación laboral fuera más estrecha que lo contemplado. Tampoco una desaceleración que señalara que el riesgo era menor. Este era un aspecto a seguir vigilando.

Respecto de la opción de aumentar la TPM, en el último IPoM se utilizó como supuesto de trabajo una trayectoria de alzas graduales y moderadas en la segunda mitad del año, coherente con los precios financieros de ese momento. La materialización y oportunidad de los ajustes debía considerar la evolución de las condiciones económicas internas y externas.

Adelantar los ajustes de la TPM podría justificarse, entre otras razones, ante una evolución más favorable del escenario externo, una aceleración del dinamismo de la actividad, de la demanda o de la inflación subyacente. También ante un mayor traspaso de presiones transitorias de oferta hacia otros precios, como costos laborales y expectativas inflacionarias. Estas condiciones no se cumplían en esta oportunidad, lo que llevaba a descartar la opción de elevar la TPM en esta reunión.

Con respecto a la opción de mantener, se basaba en que el nivel de la TPM estaba dentro de un rango de valores neutrales, al tiempo que los riesgos para la inflación en el corto plazo parecían acotados. Esto daba flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación externa, el dinamismo de la economía chilena y el estado de las presiones inflacionarias subyacentes.

La opción de mantener era la expectativa mayoritaria en el mercado, por lo que debería ser neutral para la evolución de la curva de tasas.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros destacaron que los riesgos del escenario internacional habían aumentado. En cuanto a la Eurozona, se resaltó el resurgimiento de la posible salida de Grecia del euro y la situación bancaria en España. Todos los

Consejeros dieron cuenta de la publicación de indicadores de actividad más débiles que lo esperado en varias economías, entre ellas Estados Unidos, China, Brasil y otras emergentes y exportadoras de materias primas. Esto había llevado a importantes ajustes en los precios de los activos, una mayor aversión al riesgo y volatilidad en los mercados financieros externos.

Algunos Consejeros estimaron que el reciente episodio de tensión se enmarcaba dentro de lo previsto en el IPoM de marzo. Con todo, uno de ellos argumentó que estas tensiones daban cuenta de problemas cuya solución era crecientemente costosa, con impactos sobre los países en desarrollo que podrían ser mayores y duraderos. Otro Consejero consideró que la reaparición de los riesgos negativos iba más allá de las eventuales tensiones financieras contenidas en el escenario base de dicho Informe. Ello, considerando que los riesgos soberanos de España, Italia y Francia, aunque esta última con un nivel más bajo, se habían acoplado entre sí desde comienzos de año, lo que daba pie a la hipótesis de posibles contagios sistémicos de eventuales crisis o salidas desordenadas a las actuales tensiones financieras de la zona.

Un Consejero consignó que, a pesar de las mayores turbulencias externas, no se observaban tensiones significativas en los mercados financieros locales, más allá de los ajustes normales en estos casos de algunos precios de activos y del tipo de cambio.

Todos los Consejeros destacaron que la actividad local había sorprendido al alza. Algunos señalaron que, en todo caso, esta crecía a una velocidad similar a la de tendencia. Un Consejero consignó que si bien la demanda interna exhibía una desaceleración, su evolución debía ser revisada con cuidado, pues el consumo privado y el gasto en construcción y obras mantenían un dinamismo importante. Otro Consejero comentó que por primera vez en más de dos años, la demanda había aumentado menos que el PIB. Otro Consejero destacó que mientras en Chile las sorpresas de actividad habían sido al alza, en el resto del mundo eran a la baja. A su juicio, el desacople de las expectativas en Chile respecto de los eventos internacionales elevaba los riesgos para nuestra economía derivados de una eventual resolución desordenada de la situación en la Eurozona.

Varios Consejeros llamaron la atención sobre el comportamiento del mercado laboral, en particular, por las señales de estrechez y el incremento significativo de los salarios. De acuerdo con un Consejero, un crecimiento de los salarios reales por sobre la productividad de tendencia llamaba a la cautela, pues los mercados laborales ya estaban tensionados. Además, agregó que la dinámica de las remuneraciones estaba liderada por los sectores construcción y minería, precisamente aquellos que enfrentaban una situación de capacidad menos holgada.

Algunos Consejeros comentaron el alza de las tasas de interés de colocación. Uno destacó el incremento del costo de financiamiento comercial a corto plazo, fuente importante de capital de trabajo. Otro llamó la atención sobre el segmento de los créditos de consumo, donde la desaceleración del ritmo de expansión de estas colocaciones y el alza de las tasas de interés deberían contribuir a moderar el comportamiento del consumo privado, especialmente en su componente durable.

Todos los Consejeros afirmaron que la inflación había estado por debajo de lo esperado y que las expectativas a corto plazo se habían ajustado a la baja, mientras las de dos años plazo seguían en torno a la meta. En opinión de uno de ellos, las perspectivas inflacionarias hacia el mediano plazo que se recogían del dinamismo de la demanda, la actividad y el mercado laboral no habían cambiado significativamente respecto del IPoM, pero que con mayor probabilidad, el retroceso de los componentes más volátiles duraría más tiempo y, además, los riesgos externos de desaceleración habían aumentado. Otro Consejero opinó que lo más probable era que la trayectoria efectiva de la inflación se ubicara en los próximos meses por debajo de lo esperado, debido a la evolución reciente de los precios de las materias primas y por el potencial impacto de cambios tributarios sobre productos o servicios con incidencia significativa en el IPC.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros descartaron un alza y consideraron que la mejor opción era mantener la TPM en 5%. Un Consejero opinó que si se hacía abstracción del panorama internacional, los riesgos sobre la inflación en Chile seguían sesgados al alza, por el cierre de brechas de capacidad, la estrechez en el mercado laboral y la fortaleza de la demanda interna. De continuar y profundizarse el deterioro global, ello impactaría las expectativas de los agentes económicos en Chile y el balance de riesgos de la inflación debería cambiar. En estas circunstancias, estimó este Consejero, lo más adecuado era mantener la TPM, pero se debía seguir muy atentamente el devenir de los acontecimientos externos, evaluando oportunamente posibles señales de contagio en la economía local, especialmente en los mercados financieros.

Un Consejero señaló que, así como en las últimas reuniones la decisión de bajar la TPM no había estado presente, en esta ocasión la opción de subirla era fácilmente descartable. Con todo, finalizó este Consejero, por el momento, no visualizaba una tendencia clara en la TPM.

Un Consejero planteó que era claro que la opción más adecuada era la de mantener. Si bien los riesgos externos, sesgados a la baja, habían aumentado, estaban suficientemente contrapesados por los riesgos en sentido contrario del escenario interno. La intensificación o persistencia de los riesgos externos

podría configurar un nuevo escenario. Sin embargo, el nivel actual de la TPM daba espacios para esperar y acumular más antecedentes antes de decidir los próximos pasos.

Un Consejero expresó que en un escenario complejo como el actual, en que los eventos de la economía nacional aconsejaban elevar la TPM y los de la economía internacional reducirla, lo más prudente era mantener.

Un Consejero manifestó que había dos fuerzas, claramente distinguibles, con sentido opuesto en materia de política monetaria. Agregó que era difícil pensar que si el peor escenario externo persistía, no se fuera a manifestar más temprano que tarde en la economía local. Los riesgos del escenario externo eran elevados, más que en los últimos meses, a la vez que las cifras y expectativas de inflación estaban alineadas con la meta. Los riesgos en materia de inflación seguían existiendo y había que estar alertas a que se mantuvieran controlados, pero en el corto plazo parecían acotados.

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.