

Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2012

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°186, celebrada el 14 de junio 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 Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

Los antecedentes presentados corresponden a los incluidos en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio. 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 de las novedades en el panorama de la Eurozona. En particular, sobre el efecto que había tenido el anuncio de capitalización de la banca española. Al respecto, se indicó que existían muchas dudas de cuál era el alcance de la iniciativa, a quién beneficiaría, de qué forma se implementaría y, especialmente, cuál sería el impacto sobre la posición fiscal de ese país. Se argumentó que todas estas dudas habían llevado a que el premio por riesgo de esa economía reaccionara negativamente, al contrario de lo esperado.

También se debatió acerca de las señales de contagio existentes entre las economías de las Eurozona. Además de la correlación entre los premios por riesgo de España e Italia, también se observaban señales de contagio a los bonos soberanos de Francia y Alemania. Resaltaba, por ejemplo, el contraste en el comportamiento de las tasas de los bonos alemanes, comparado con el de los bonos suizos. Mientras las tasas a 2 años de estos últimos habían incluso llegado a niveles negativos, las tasas de los bonos de Alemania mostraban algún aumento, lo que podría sugerir que ya no estaban siendo considerados un activo tan seguro por parte de los inversionistas.

En lo interno, se discutió acerca del funcionamiento de los mercados monetarios y financieros. Se señaló que, en general, se observaba bastante normalidad en la respuesta de las variables financieras, con movimientos acotados. Se destacó que los flujos de capital hacia Chile no habían tenido grandes cambios. Además, el retorno de los fondos de pensiones al país también había contribuido a esta normalidad. Se resaltó también que pese al aumento de las tensiones en los mercados mundiales, ni en Chile ni en otras economías relevantes se observaban cambios importantes en las condiciones de liquidez.

2. Opciones

En esta ocasión, dados los antecedentes conocidos desde la última reunión, la División Estudios presentó como opción relevante mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0%.

El IPoM de marzo había delineado un escenario externo con un bajo crecimiento en las economías desarrolladas, la continuación de las fricciones en los mercados financieros externos y términos de intercambio menores a lo observado el 2011. El escenario del IPoM de junio mantenía estos elementos, pero reconocía un deterioro mayor de las perspectivas para la Eurozona, como consecuencia de la

agudización de sus tensiones fiscales y financieras. Se incorporaban antecedentes más débiles de la evolución reciente de Estados Unidos, China y otras economías emergentes. Todo esto derivaba en una revisión a la baja de la proyección para el crecimiento de la economía mundial en el 2012 y 2013, así como menores precios de materias primas.

En el plano interno, en el IPoM de marzo se había señalado que la brecha de capacidad estaba cerrada, que el mercado laboral estaba en una situación estrecha y que, en consecuencia, la economía chilena debería seguir evolucionando en torno a su tendencia. Las cifras del primer trimestre de actividad fueron algo más dinámicas que lo proyectado, lo que mantenía ajustado el nivel de uso de los recursos internos. Sin embargo, la revisión de las proyecciones para el resto del año contemplaba un menor dinamismo en el segundo semestre, como consecuencia de la mayor incertidumbre internacional y la menor demanda externa.

Respecto de la inflación, en el IPoM de marzo se proyectaba que se situaría en la parte superior del rango de tolerancia en el primer semestre del año, particularmente ante la incidencia de aumentos de los precios de los combustibles. Este riesgo de corto plazo había desaparecido, tomando en cuenta la evolución reciente del precio internacional del petróleo y sus derivados, de los precios internacionales de los alimentos y de los registros de inflación en Chile. Los indicadores de inflación subyacente, en particular su componente de servicios, y los salarios nominales mostraban una mayor estabilidad, lo que tendía a validar el diagnóstico de la situación de brecha de capacidad. En todo caso, este era un factor que debería seguir vigilándose.

La alternativa de aumentar la TPM se descartaba, tomando en cuenta el agravamiento de las condiciones internacionales y su eventual impacto en la economía chilena. Perdía validez también, porque al mismo tiempo se observaba una convergencia en el ritmo de crecimiento de la actividad y el empleo hacia tasas de tendencia, la inflación subyacente mostraba menores registros en los últimos meses, y el comportamiento más reciente de los componentes más volátiles —combustibles y alimentos— también contribuían a una reducción de los registros inflacionarios.

Con respecto a la opción de mantener la TPM, se justificaba en que su nivel actual estaba dentro de un rango de valores neutrales, al tiempo que la economía se encontraba con una situación de brecha cerrada e inflación en torno a la meta, lo que daba tiempo y flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación externa y su impacto en Chile. Una mantención era la expectativa mayoritaria en el mercado, por lo que no debería tener mayor impacto sobre la evolución de la curva de tasas.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros destacaron el fuerte deterioro de la situación de la Eurozona, lo que abría mayores probabilidades de ocurrencia de escenarios más extremos. Resaltaron también los efectos que había tenido en los mercados financieros internacionales.

Especial atención recibió el caso español y el anuncio de apoyo financiero para su banca. Varios Consejeros hicieron mención a la importante alza del costo de financiamiento de la deuda del gobierno español. De acuerdo con un Consejero, su nivel se aproximaba a aquellos que dieron origen a los programas de rescate en Grecia, Irlanda y Portugal. Añadió que el que ello ocurriera después del anuncio de apoyo financiero reflejaba que se estaba a punto de pasar un umbral que transformaría a esta crisis en una de carácter regional, que iría más allá de un problema acotado a países periféricos.

Otro Consejero llamó la atención sobre la prima por riesgo de la deuda italiana, cuya correlación con la de España era cercana a uno. Señaló que Italia no tiene grados de libertad fiscales para enfrentar problemas en su banca, pues era el país con la deuda pública más alta de la zona. Prosiguió este Consejero resaltando que, siendo los bancos franceses uno de sus principales acreedores, un eventual contagio a Italia necesariamente llevaría al de Francia, lo que levantaría la duda de si las economías más fuertes de la zona podrían sostener la estabilidad de la región. La evidencia reciente de que Alemania también mostraba mayor volatilidad en su spread soberano —altamente correlacionado con la de sus socios de la periferia y con la de Francia— apuntaba a un problema más general. Este escenario, concluyó, sin que fuera el más probable, había aumentado su posibilidad de ocurrencia y era lo suficientemente catastrófico como para tener impactos más allá de la Eurozona.

Otro Consejero planteó que las noticias en España habían dado cuenta de que su sistema bancario enfrentaba un problema de muy difícil solución, con dudas sobre su cartera que se profundizaban ante un escenario de recesión prolongada. Estimó este Consejero que el reconocimiento de aquello por parte de sus autoridades era un primer paso, pero estaba lejos de ser suficiente. En su opinión, ello abría serias dudas sobre la situación económica en la Eurozona y del mismo euro.

Algunos Consejeros llamaron la atención sobre la desaceleración del crecimiento de algunas economías emergentes. Según uno de ellos, se ponía de relieve la existencia de problemas o desequilibrios poco perceptibles en la fase ascendente del ciclo, los que podrían tener consecuencias relevantes. Otro Consejero destacó que si bien las señales de desaceleración de China habían continuado, el escenario base preveía un crecimiento no muy lejano de lo que se proyectaba

anteriormente (8%), algo de lo que daba cuenta el ajuste más acotado del precio del cobre en relación con el de otras materias primas. Otro Consejero advirtió que de profundizarse y/o sostenerse la desaceleración de economías emergentes de importancia, como Brasil, India y China, se podría reducir el principal impulso que tenía la economía mundial.

En cuanto a la actividad local, varios Consejeros hicieron notar que esta crecía en torno a la tendencia. Un Consejero destacó que, quizás como nunca, la economía local estaba ubicada en lo que podría denominarse estado estacionario: se tenían brechas cerradas, se estaba en pleno empleo, la inflación estaba en torno a la meta y la demanda crecía cerca de su tendencia de largo plazo. Esto contrastaba evidentemente con los riesgos que existían en el resto del mundo. Otro Consejero resaltó que era difícil saber si el deterioro del escenario externo había contribuido a la desaceleración interna. En todo caso, opinó, lo relevante era saber cuánto iba a impactar en adelante, punto sobre el cual había alta incertidumbre. Varios Consejeros comentaron la evolución del mercado laboral, destacando que este no había seguido estrechándose.

Un Consejero recalcó que los eventos externos habían tenido efectos acotados en los mercados financieros internos y que si bien el tipo de cambio había fluctuado bastante, se mantenía en niveles similares a los de la Reunión de Política Monetaria anterior, lo mismo que las tasas de interés de los papeles libres de riesgo a diferentes plazos.

Todos los Consejeros destacaron que la inflación tuvo un registro menor que el esperado y que sus perspectivas se habían ajustado a la baja. Con todo, también subrayaron que el panorama de mediano plazo para esta variable no había cambiado.

En cuanto a la decisión de política monetaria, todos los Consejeros concordaron en que, en esa ocasión, la única opción plausible era la de mantener la TPM en 5%.

Un Consejero llamó la atención sobre el hecho que tanto la actividad como la inflación mantenían sus tendencias previas, sin mostrar síntomas evidentes de contagio de la situación externa. No obstante, dentro de este cuadro relativamente tranquilizador, se observaba una caída significativa del superávit comercial, como resultado de la fuerte expansión de la demanda interna. Si bien esto no representaba un problema en las condiciones actuales, podría convertirse en un factor relevante para las decisiones de política económica en la eventualidad de un mayor deterioro de la situación internacional, por lo que era necesario hacer un seguimiento cercano a la evolución de esta variable en los meses venideros.

En opinión de un Consejero, los antecedentes dejaban en evidencia que había dos fuerzas opuestas operando sobre la economía chilena: por un lado, un escenario externo con efectos negativos y, por otro, una demanda interna y un mercado laboral con dinamismo que empujaban la actividad. En los últimos meses, el escenario externo había ido cobrando creciente relevancia. Finalizó este Consejero señalando que mantener la TPM en esta ocasión era lo óptimo mientras se seguían dilucidando los eventos externos y sus implicancias sobre la economía local.

Un Consejero estimó que había varios argumentos que podían esgrimirse a favor de no innovar. En primer lugar, la TPM se ubicaba en la parte baja de un rango de valores neutrales estimados con distintas metodologías. Estimó que si bien era posible que este rango se hubiese desplazado transitoriamente hacia abajo, por las condiciones en que se desenvolvía la economía mundial, en ningún caso se estaba a mucha distancia de niveles neutrales. En segundo lugar, el deterioro ya observado y los riesgos que seguían presentes para la economía mundial debían ser sopesados con el estado de ciclo interno y su evolución proyectada, lo que planteaba la necesidad de actuar con prudencia. El principal riesgo era revertir decisiones adoptadas con premura, con efectos adversos en las expectativas y la confianza del mercado en el accionar de la política monetaria. Prosiguió este Consejero diciendo que mientras no existiera mayor claridad sobre la evolución del escenario interno, la estabilidad de la TPM parecía una buena opción de política. No obstante, advirtió, ello en ningún caso cerraba la posibilidad de reaccionar con prontitud si las condiciones cambiaban y, sobre todo, si lo hacían abruptamente.

Un Consejero opinó que, por ahora, era conveniente que la política monetaria mantuviera una posición más bien neutral, observando de cerca los fenómenos externos. Parte del ajuste que se proyectaba en la economía, tanto en la actividad y la demanda como en las condiciones de financiamiento, era saludable ante un ambiente externo de mayor incertidumbre. A su juicio, pretender compensar con política monetaria cada movimiento observado podría terminar introduciendo mayor volatilidad.

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.