

Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 2012

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°189, celebrada el 16 de agosto 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

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

Acercas del escenario internacional, se comentó que la atenuación de las tensiones en los mercados financieros internacionales probablemente sería algo temporal. Ello, considerando que, aunque algunos de los anuncios realizados en la Eurozona apuntaban en la dirección correcta e indicaban una hoja de ruta para una salida a la crisis, se estaba lejos de solucionar los problemas estructurales de la región. Por ello, se señaló, era probable que en los meses venideros se volvieran a registrar tensiones en los mercados financieros internacionales. También, se comentaron las señales de desaceleración de algunas economías emergentes, especialmente la china y la brasileña.

Se discutió acerca del dinamismo de la actividad y la demanda interna en el segundo trimestre del año, destacándose que la aceleración del gasto respondía principalmente a una acumulación planificada de inventarios. Ello, luego que hacia fines del 2011 se diera un comportamiento opuesto por expectativas de menores ventas debido a los efectos negativos que se esperaba tendría la crisis externa sobre las ventas finales. Ello implicaba que era menos probable que se repitiera un acopio de existencias de la misma magnitud. Además, se resaltó el dinamismo de las colocaciones comerciales.

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%.

Los antecedentes no modificaban en forma relevante el escenario anticipado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio. Las cifras conocidas de actividad global mostraban una desaceleración algo más marcada de las economías emergentes y un cierto mejoramiento de las condiciones financieras internacionales. Sin perjuicio de que se habían hecho algunos avances en la Eurozona, su materialización aún enfrentaba grandes dificultades políticas, por lo que los riesgos de esta región aún estaban plenamente vigentes y en el escenario externo se mantenía la posibilidad de que las tensiones financieras volvieran a recrudecer en los próximos meses. Además, habían aumentado los riesgos de una desaceleración más marcada de China y otras economías emergentes.

En el plano interno, la capacidad instalada y el mercado laboral seguían estrechos, por lo que el crecimiento debía alinearse con su trayectoria potencial para evitar presiones inflacionarias de mediano plazo. En lo que iba del año, el

crecimiento de la actividad y demanda se había ubicado algo por encima de esta tendencia. Las cifras recientes de crecimiento revelaban un grado de dinamismo que resultaba algo sorpresivo en un contexto de desaceleración internacional generalizada. Para la segunda mitad del año, las proyecciones de crecimiento del consenso del mercado, así como también las del IPoM de junio, tenían implícita una desaceleración del crecimiento como consecuencia del escenario externo. Sin embargo, hasta el momento, las señales de estos efectos no parecían ser muy relevantes. Este era un aspecto a seguir vigilando en los próximos meses.

La inflación efectiva y sus medidas subyacentes continuaban evolucionando por debajo de 3% anual. Desde la Reunión pasada se observaba una reversión de los precios internacionales de los granos y la energía, lo que probablemente incidiría positivamente en la evolución del IPC de los próximos meses. Por otra parte, los indicadores de inflación subyacente, particularmente su componente de servicios, y los salarios nominales seguían estables. Sin embargo, las noticias alrededor de estos precios eran también factores a seguir monitoreando en los meses venideros.

Con respecto a la política monetaria, la alternativa de aumentar la TPM se descartaba en esta oportunidad, tomando en cuenta la evolución reciente del escenario externo y su eventual impacto sobre la economía chilena y la inflación. Las mediciones de inflación total y subyacente se mantenían en la parte baja del rango meta para la inflación, los salarios y la inflación de servicios no transables evolucionaban en forma estable y las expectativas continuaban en torno a la meta.

La alternativa de reducir la TPM también se descartaba en esta oportunidad, tomando en cuenta que la situación de brechas de capacidad y del mercado laboral se había estrechado, lo que representaba un riesgo latente respecto de las perspectivas inflacionarias de mediano plazo. Era probable que la desaceleración externa contribuyera a despejar este riesgo en los meses venideros, pero estos efectos habían sido tenues hasta el momento.

La opción de mantener la tasa se justificaba en que el nivel actual de la TPM estaba dentro de un rango de valores neutrales, al tiempo que la economía se encontraba en 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 situación externa y su impacto en la economía chilena.

3. Decisión de política monetaria

Sobre el escenario externo, todos los Consejeros coincidieron en que las novedades del último mes no daban cuenta de cambios fundamentales. Indicaron que en la

Eurozona, en particular, se observaba un mejor clima financiero a corto plazo, posiblemente por la mayor claridad respecto del camino que debería orientar las políticas económicas. Sin embargo, añadieron, también era claro que en los próximos meses las autoridades europeas enfrentarían duras pruebas, las que seguramente se reflejarían en una mayor volatilidad de los mercados. Un Consejero destacó que la tranquilidad que se había observado durante agosto era esperable, porque no había vencimientos importantes de deuda soberana ni de otros bonos relevantes en euros. Sin embargo, agregó, en septiembre y octubre sí los había, por lo que no sería extraño un recrudecimiento de las tensiones financieras. En su opinión, tanto la atenuación reciente como el posible recrudecimiento formaban parte de un mismo fenómeno. Por lo tanto, la lectura era que persistían los problemas de fondo en la Eurozona. Por lo mismo, los riesgos de una eventual salida desordenada, sin que fuera el escenario más probable, tenían una probabilidad lo suficientemente elevada como para mantener las aprensiones.

Todos los Consejeros destacaron la debilidad de los indicadores de actividad global y, especialmente, la desaceleración de economías emergentes de gran tamaño. Un Consejero recalcó que China continuaba dando señales de una desaceleración acotada y que, por ahora, no era claro que las autoridades estuvieran tomando acciones mayores para revitalizar la demanda interna. Un Consejero resaltó que la evolución de la economía china era de especial importancia para Chile, y que aunque la mayoría de las expectativas esperaban un rebote a partir de la segunda parte del año, ello no estaba garantizado. Un Consejero destacó que pese a los claros signos de desaceleración de los últimos meses, en casi todas las proyecciones de mercado se suponía que tanto Brasil como China deberían acelerar en la segunda parte de este año y el 2013. Indicó que habría que seguir de cerca esta recuperación prevista, porque había razones fundadas para pensar que podría ser bastante más débil de lo esperado.

Todos los Consejeros destacaron el incremento de los precios de algunas materias primas, en especial los combustibles y alimentos. Asimismo, resaltaron que el origen de estos aumentos parecía estar en problemas de oferta, ya fuera por condiciones climáticas o tensiones geopolíticas. Esto, por cuanto no se observaba lo mismo en otros mercados, como el del cobre, y tampoco había un cambio de las perspectivas de crecimiento mundial que justificaran un alza generalizada en estos precios. Del mismo modo, varios Consejeros señalaron que estos aumentos de precios podrían tener un impacto relevante en los registros de inflación, no solo internacionales, sino que en Chile también. Además, en el corto plazo podían introducir mayor volatilidad a la inflación mes a mes. Un Consejero agregó que aunque las alzas de los precios del petróleo y los granos parecían tener su origen en *shocks* de oferta de carácter transitorio, era posible que estos factores persistieran, provocando un impacto mayor y más duradero que lo esperado.

En el plano interno, todos los Consejeros destacaron que se mantenía una combinación de sorpresas al alza en la actividad y una inflación acotada, que se acercaba al piso del rango de tolerancia. Algunos Consejeros indicaron que en el segundo trimestre, el consumo y la inversión mostraron una trayectoria que no se había desviado significativamente de lo anticipado. Asimismo, resaltaron que la principal razón detrás del mayor aumento del gasto había sido el incremento de la acumulación de inventarios. Un Consejero destacó la difícil interpretación de los movimientos en las existencias. Otro Consejero indicó que en la segunda parte del año, la demanda interna crecería con menos fuerza, siempre que, como era de esperar, se frenara la acumulación de inventarios. De todos modos, resaltó, los efectos puntuales que se verán en los próximos meses, como bases de comparación y días hábiles, hacían pensar que los registros de actividad serían muy volátiles, por lo que más que nunca era preciso concentrarse en tendencias más que en cifras puntuales.

Varios Consejeros manifestaron que el conjunto de antecedentes del último mes mostraba que no había mayores señales de desaceleración en la economía nacional. Ello se apoyaba en el desempeño del mercado laboral y las colocaciones, en especial las comerciales. Algunos Consejeros indicaron que esto era el reflejo de la realidad que se había enfrentado desde hace ya varios meses: por una parte, un escenario externo que apuntaba en la dirección de una desaceleración y, por otra, uno interno que apuntaba en la dirección exactamente opuesta. Un Consejero señaló que, sin desconocer los riesgos que conllevaban el vigor y fortaleza con que se desenvolvía la economía, el diagnóstico de que se normalizaba el ritmo de crecimiento permanecía válido. Un Consejero resaltó que le seguía sorprendiendo que la demanda interna y la actividad, lo mismo que las expectativas en torno a ambas, no registraran el efecto de una desaceleración de la economía mundial que abarcaba un número creciente de países. Se agregaba que la sorpresa ya no era solo el nivel de la actividad y la demanda, sino que también su mayor velocidad de expansión. Un Consejero señaló que se debía revisar con cuidado la persistencia de un dinamismo mayor al esperado de la demanda interna, lo mismo que los eventuales riesgos asociados a la dinámica evolución del crédito, tanto a nivel de las personas como especialmente de las empresas.

Sobre la inflación, varios Consejeros destacaron que esta se mantenía baja, situación a la que había contribuido el comportamiento de los precios de transables, toda vez que los no transables mantenían tasas de inflación mayores. Un Consejero subrayó que, por ahora, no había señales mayores de presión inflacionaria en las categorías más ligadas al uso de la capacidad interna o el estado del mercado laboral. En todo caso, añadió, no creía que la posición cíclica de la economía dejara espacio para una mayor caída de la inflación en los próximos meses, más allá de factores puntuales que pudieran aparecer.

Un Consejero resaltó la inestabilidad que había mostrado la inflación en el último tiempo, recordando que por factores no controlables se observó una aceleración meses atrás, seguida de un rápido descenso hasta sus actuales niveles. Agregó que la evolución reciente de los precios de los granos y el petróleo llevaban a pensar que la dinámica inflacionaria experimentaría nuevamente cambios. Todo ello, concluyó, introducía ruidos para efectos del diagnóstico y tornaba más compleja la toma de decisiones. De todos modos, indicó que, aun teniendo presente las estrecheces de capacidad y las perspectivas de crecimiento contempladas en el escenario más probable, el panorama de mediano plazo para la inflación no se había modificado sustancialmente. Un Consejero puntualizó que era razonable esperar registros de inflación mayores en los meses siguientes por la reversión de los precios internacionales de los combustibles y alimentos, como también por las presiones que se derivasen de la estrechez del mercado laboral y las holguras de capacidad. Agregó que la baja del tipo de cambio real apuntaba en la dirección opuesta, pero que factores puntuales, como algunos de los mencionados, llevaban a pensar además que la inflación mensual sería volátil en los próximos meses.

Todos los Consejeros destacaron la apreciación del peso en las últimas semanas. Un Consejero indicó que no estaban claras las razones detrás de ella, pues iba más allá de lo que era explicable por variables habituales, como la depreciación generalizada del dólar en los mercados internacionales, el cambio del riesgo soberano o los precios de las materias primas. Añadió que era un tema que debía seguir evaluándose, pero que una hipótesis razonable era que el exceso de crecimiento de la actividad y la demanda interna se podían estar traduciendo en una apreciación del tipo de cambio, más que en presiones inflacionarias. En este sentido, correspondía mantener un análisis de riesgos de escenarios extremos, tanto en la economía internacional como en la nacional. Un Consejero planteó que las condiciones de financiamiento externo para Chile se habían mantenido positivas, lo que se había traducido, entre otras cosas, en la apreciación del tipo de cambio. Agregó que en la medida que la volatilidad externa se mantuviera acotada y las tasas de interés internacionales siguieran muy bajas, las buenas perspectivas para la economía chilena y la sólida posición externa de sus cuentas favorecían los flujos de financiamiento externo, así como el financiamiento de un mayor gasto. Concluyó que este tema podía mantenerse por un tiempo.

Sobre la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que los antecedentes del último mes indicaban que la opción más recomendable era mantener la TPM en 5%. Un Consejero señaló que la menor volatilidad de los mercados financieros y los altos precios de las materias primas, en general, conformaban un escenario favorable para Chile. Sin embargo, al mismo tiempo era cierto que problemas mayores en Europa, que podían darse en el corto plazo,

o una corrección a la baja más marcada del precio del cobre podrían llevar a una reversión de tal favorable disposición hacia la economía chilena. Con todo, finalizó, en términos generales, la situación no distaba mucho de lo anticipado en los últimos meses, y mientras la política monetaria se encontrara en un rango que podría calificarse como neutral, la estrategia de mantener la TPM era la adecuada. Además, agregó, el mercado poco a poco había ido consolidando la idea de que la TPM podría quedarse en un nivel similar al actual por un tiempo, perspectiva con la que concordaba.

Un Consejero indicó que los argumentos para mantener la TPM eran bastante similares a los esbozados en Reuniones previas. Por de pronto, la TPM se ubicaba en un nivel que podía ser considerado como neutral y que era coherente con las trayectorias esperadas para la actividad y la inflación en el mediano plazo. Además, los riesgos provenientes del escenario externo parecían bastante bien compensados con los que emanaban del escenario interno, reforzando la conveniencia de mantener.

Un Consejero señaló que, en términos generales, la situación no era muy distinta de la de la Reunión de Política Monetaria pasada. Por ello, mantener la TPM era lo adecuado. Subirla era descartable en las actuales circunstancias, tanto por la baja inflación y sus proyecciones acotadas como por el escenario externo, que seguía presentando riesgos importantes para la economía nacional. Bajarla no parecía lo prudente, al menos mientras la actividad y la demanda interna no dieran señales claras de desaceleración.

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.