

Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2012

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°190, celebrada el 13 de septiembre 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 Subsecretario de Hacienda, señor Julio Dittborn Cordua.

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 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

En el plano internacional, se comentaron los acontecimientos recientes en la Eurozona, en particular los anuncios del Banco Central Europeo (BCE) de comprar bonos soberanos en el mercado secundario, la decisión del Tribunal Constitucional alemán acerca de la legalidad del ESM y las elecciones en Holanda. Se concordó que si bien estas noticias apuntaban en la dirección correcta, pues mostraban la disponibilidad del BCE para actuar en pos de una solución a los problemas de la región y establecían una hoja de ruta para las acciones venideras, aún restaba camino por recorrer. Además, se comentó la reciente trayectoria alcista del precio del cobre y se discutió acerca de las razones que podrían justificarla.

En cuanto a la economía local, se discutió acerca de la evolución de la demanda interna, en particular si las noticias recientes apuntaban a una desaceleración del gasto o más bien si se podían estar incubando las condiciones para una reacceleración en el margen. También se comentó acerca de la evolución de los precios de los combustibles, en particular por los efectos que podrían tener en el corto plazo los cambios al SIPCO y la volatilidad de estos precios.

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 septiembre contemplaba un escenario externo caracterizado por bajo crecimiento de las economías desarrolladas, una desaceleración transitoria de las emergentes, estabilidad de los términos de intercambio, bajas tasas de interés en las monedas principales y la continuación de las tensiones financieras en los mercados externos. Los recientes anuncios del BCE habían sido bien recibidos por los inversionistas, observándose un mejoramiento generalizado de las condiciones financieras en la Eurozona y el resto del mundo. Cabía esperar que estas medidas entregaran un respiro para avanzar en las reformas estructurales que se requerían para una mayor estabilidad fiscal y financiera de la Eurozona. Sin dejar de reconocer el avance, su materialización presentaba grandes dificultades políticas, por lo que los riesgos de la Eurozona seguían vigentes y no se podía descartar que las tensiones financieras volvieran a recrudecer en los próximos meses. Se agregaba la decisión de la Reserva Federal de ampliar su programa de compra de activos y extender el período durante el cual mantendría

su tasa de interés en niveles mínimos. Por otra parte, los indicadores recientes de actividad en China y otras economías asiáticas reafirmaban la evaluación de que se estaría produciendo una desaceleración de esa región, aunque contrastaban con el alza del precio del cobre en lo más reciente.

En el plano interno, el IPoM estimaba que la capacidad instalada y el mercado laboral estaban en una situación ajustada, lo que requería que el crecimiento de la economía chilena se encuadrara con su potencial para evitar la incubación de presiones inflacionarias de mediano plazo. Hasta el momento, la inflación subyacente había evolucionado dentro del rango de tolerancia, pero estaba latente el riesgo de que este escenario de uso más intenso de los recursos disponibles pudiera facilitar el traspaso a precios finales de eventuales presiones de costos o demanda. Las proyecciones de crecimiento del IPoM anticipaban una desaceleración de la economía chilena en los próximos trimestres, relacionada con el menor crecimiento mundial. Sin embargo, al igual que en reuniones anteriores, la evidencia sugería que esta aún era tenue. Este era un aspecto que la política monetaria debía seguir vigilando. Asimismo, el mayor crecimiento acumulado por el gasto interno se había reflejado en un aumento del déficit de la cuenta corriente que, en la medida que se siguiera ampliando y fuera persistente, podía ser un factor de vulnerabilidad económica y financiera ante caídas bruscas de los términos de intercambio o una retracción en la oferta de financiamiento internacional. Este también era un aspecto a seguir monitoreando.

Con respecto a la política monetaria, la alternativa de aumentar la TPM se descartaba en esta oportunidad tomando en cuenta la evolución esperada 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, 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 se descartaba en esta oportunidad, considerando que la situación de brechas de capacidad y mercado laboral era estrecha, 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 su efecto hasta el momento había sido tenue. Con respecto a la opción de mantener la tasa, se justificaba en que el nivel actual de la TPM estaba dentro de un rango de valores neutrales, lo que daba tiempo y flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación externa y su impacto en la economía chilena.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros concordaron en que los antecedentes conocidos luego de la publicación del IPoM de septiembre estaban en línea con el escenario base del Informe.

Todos los Consejeros destacaron que la mayor novedad habían sido los anuncios en la Eurozona, a lo que se sumaban las decisiones de la Reserva Federal. De todas formas, todos los Consejeros resaltaron que los lineamientos generales del escenario base seguían siendo válidos, con una lenta recuperación del mundo desarrollado, una desaceleración del emergente y términos de intercambio y condiciones financieras externas que seguían siendo favorables para la economía nacional.

Sobre las medidas en la Eurozona, todos los Consejeros coincidieron en la relevancia de los acuerdos y en el positivo efecto que habían tenido sobre los mercados financieros. Todos los Consejeros destacaron la fuerte baja en las primas de riesgo de los países europeos en problemas, lo que había permitido que los gobiernos y grandes empresas, incluidos los grandes bancos españoles, pudieran acceder a financiamiento a tasas que, si bien altas, eran soportables. Además, agregaron que ello seguía favoreciendo el acceso a financiamiento externo de la economía chilena, tanto en el ámbito público como privado. Un Consejero destacó que era probable que las bajas tasas de interés en los principales mercados desarrollados permanecieran por muchos años, afectando también la evolución de los precios de las materias primas, con lo que el alza reciente podía ser más persistente.

Varios Consejeros resaltaron que las medidas reducían en algo la probabilidad de escenarios más catastróficos. Un Consejero agregó que esto, junto con las fortalezas de la economía chilena, el bajo costo de financiamiento externo y los altos términos de intercambio, daba sustento, en lo fundamental, al actual dinamismo en la demanda interna.

Un Consejero destacó lo positivo de los anuncios en la Eurozona, pero al mismo tiempo planteó algunas aprensiones. La primera, era que, a su juicio, el primer horizonte visible del sistema de unión bancaria —mediados del próximo año— podía ser muy tardío. Lo segundo, era destacar lo correcto de la decisión del BCE de participar exclusivamente en el mercado secundario de bonos soberanos, pues cuando lo hacía en el mercado primario estaba, en la práctica, entregando un préstamo a los estados, lo que tenía elementos contraproducentes. Sin embargo,

dado que las principales turbulencias observadas durante este año habían estado ligadas a periodos de alta renovación de deuda soberana y, por lo tanto, estaban más bien relacionadas a eventos en el mercado primario, era posible que, pese a los anuncios, se observara un resurgimiento relevante de las turbulencias. En su opinión, este elemento tomaba más fuerza si se consideraba el tamaño de los vencimientos de deuda en los próximos meses. Agregó que probablemente lo que ocurra en el momento de esos vencimientos sería una prueba para evaluar la credibilidad de las medidas que se estaban adoptando. Por ende, concluyó, aunque las medidas iban en la dirección correcta y su adopción disminuía los riesgos, estos seguían siendo muy altos.

En el plano interno, un Consejero señaló que las últimas cifras de actividad y demanda reafirmaban el diagnóstico de una economía que se desaceleraba gradualmente y que se aproximaba a su crecimiento de tendencia. Sin embargo, agregó, subsistía cierta inquietud sobre la sostenibilidad de la trayectoria observada por la demanda y la actividad. Esa preocupación se veía avalada por datos objetivos, como las condiciones relativamente estrechas en el mercado laboral y la evolución de la cuenta corriente. La inflación, prosiguió, seguía observando una trayectoria descendente. Aunque la última cifra mensual había sorprendido nuevamente a la baja, debía ser tomada con precaución, pues en el último tiempo la trayectoria de corto plazo de la inflación había experimentado aceleraciones y desaceleraciones bruscas por factores no controlables. Con todo, concluyó, lo importante era que el panorama de mediano plazo seguía presentando riesgos inflacionarios relevantes. Esos riesgos se relacionaban con las actuales estrecheces de capacidad y con las perspectivas de crecimiento contempladas en el escenario base. Además, era importante notar que los componentes de la inflación más relacionados con el estado de la economía presentaban tasas de variación bastante superiores al promedio.

Un Consejero indicó que el PIB y la demanda estaban creciendo a tasas de tendencia, pero que su aumento previo y la baja de los términos de intercambio se traducían en un incremento del déficit en cuenta corriente. Agregó que, en su opinión, el nivel actual de dicho déficit no era de mayor preocupación, pero sí lo sería su eventual alza y persistencia. Ello, por cuanto produciría vulnerabilidades que a futuro podrían significar una amenaza a los objetivos del Banco Central. Añadió que ello había ido acompañado de una apreciación real del peso que, por los acontecimientos externos, se había acentuado en las últimas semanas.

Un Consejero llamó la atención sobre la evolución de la demanda y sus efectos. A su juicio, la estrechez del mercado laboral y la intensificación en el uso de la capacidad instalada podían ser signos de un desajuste de la demanda. De ser esto así, el riesgo no solo se circunscribía a las posibles presiones inflacionarias, sino

que también podía traducirse en presiones sobre la balanza de pagos y el tipo de cambio. Por ello, no podía descartarse que la evolución de la cuenta corriente y la apreciación reciente del peso pudieran estar respondiendo al comportamiento de la demanda. Esto, más allá de que los efectos de reconstrucción posteriores al 27F podían estar explicando parte del mayor déficit en cuenta corriente. De cualquier forma, finalizó, se requería de un monitoreo mucho más cercano de lo que está ocurriendo con la demanda, por cuanto las presiones sobre el tipo de cambio podían tener su origen no solo en los cambios en el escenario externo, sino que también por los eventos del escenario interno.

Un Consejero indicó que, en su opinión, el balance de riesgos parecía estar modificándose. En particular, porque a las medidas en la Eurozona se unían las recientes alzas del precio del cobre, configurando un escenario en que era menos probable que el sector externo contribuyera significativamente a la moderación de la demanda interna en Chile. Se agregaba que la economía local mostraba una inflación con sorpresas a la baja, e indicadores de confianza, de ventas y de inversión que apuntaban a una expansión algo más fuerte en la demanda interna. Si bien todo lo anterior no configuraba una desviación significativa respecto del escenario base del IPoM, sí representaba una mayor probabilidad para el escenario de mayor expansión de la demanda interna, por lo que habría que seguir muy de cerca la evolución de estas variables en los próximos meses.

Sobre la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que los antecedentes disponibles indicaban la conveniencia de mantener la TPM. Un Consejero señaló que la actual configuración del escenario macroeconómico era un reto importante para la política monetaria. La evaluación del desempeño de la economía chilena, en sus distintas dimensiones, no daba cuenta de desequilibrios. En su opinión, hasta ahora, tanto la evolución de las cuentas externas, el tipo de cambio real y el crédito interno no parecían desviarse de los fundamentos de la economía nacional y de las condiciones externas imperantes. Sin embargo, prosiguió, creía que el mayor reto era que, salvo que se produjera algún evento complejo en la Eurozona o se diera una desaceleración mucho más significativa en China, era probable que esta configuración de impulso externo favorable continuara e incluso se profundizara. A su juicio, el que las tasas de interés en Estados Unidos se mantuvieron casi en niveles mínimos por varios años era un hecho inédito, que representaba parte de los riesgos mencionados. Con todo, concluyó, por ahora, con una inflación en niveles bajos y un dinamismo en la actividad y la demanda importante —aunque no muy alejado de las tasas de tendencia—, surgía con claridad la necesidad de mantener la TPM en el rango de neutralidad donde se encontraba.

Un Consejero indicó que los argumentos para mantener la TPM eran bastante similares a los esbozados en reuniones anteriores. Esta se ubicaba en un nivel que podía ser considerado como neutral, lo que daba a la política monetaria una posición de relativa comodidad. Se agregaba que los riesgos provenientes del escenario externo estaban compensados, al menos relativamente, por los del escenario interno, reforzando la conveniencia de no introducir cambios. Finalizó, indicando que la identificación de una única opción razonable ya por varias reuniones ponía de manifiesto la complejidad del escenario para la política monetaria.

Un Consejero resaltó que las circunstancias actuales hacían que las decisiones de política monetaria se tornaran más complejas. Por un lado, la inflación, efectiva y subyacente, más allá de su volatilidad de corto plazo, se mantenía baja y los riesgos aún presentes en el escenario externo abogaban por un mayor relajamiento. Por otro lado, el dinamismo de la actividad y demanda interna, más un mercado laboral estrecho, apuntaban en la dirección opuesta. Esto último, no obstante, era complejo, porque al menos en el corto plazo podrían llevar a una apreciación del peso aún mayor. Añadió que, en su opinión, en este escenario era de particular relevancia la coordinación de las políticas macroeconómicas, tanto monetaria como fiscal y macroprudencial, en pos de lograr los objetivos deseados sin que se generaran desequilibrios que pudieran manifestarse en vulnerabilidades y en ajustes mayores a futuro.

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.