

Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2012

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°192, celebrada el 13 de noviembre 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.

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 subrogante, don Rodrigo Cifuentes Santander; 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 Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Luis Opazo Roco; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; 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 externo, se comentó acerca de la aparente contradicción entre la evolución de los indicadores en China y la evolución de los precios de las materias primas, en especial del cobre. Mientras los indicadores de actividad de este importante consumidor de cobre apuntaban a que la desaceleración de meses anteriores se habría detenido, e incluso mostraban mejoras, el precio del cobre había retrocedido en el mes. Además, se resaltó que las cifras de comercio mundial estaban mostrando tasas de expansión cada vez más cercanas a cero, lo que podría ser un anticipo de recesión.

En el plano local, se comentó la interrogante que planteaba el dinamismo de la actividad y la demanda en un contexto en que la inflación seguía contenida. Se argumentó que la mantención de bajas tasas de interés en el mundo desarrollado, en un contexto de dinamismo de la actividad y la demanda interna en Chile, presionaba hacia un abultamiento del déficit de la cuenta corriente, con apreciación cambiaria, y un estrechamiento de las holguras de capacidad, con mayor inflación.

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%.

Las noticias recientes no modificaban en forma importante el escenario externo delineado en el IPoM de septiembre. Las perspectivas para el crecimiento mundial eran similares, aunque las diferencias de desempeño entre la Eurozona y el resto de las regiones se habían exacerbado.

Los riesgos del escenario externo continuaban presentes. La situación de la Eurozona se mantenía frágil, persistía el riesgo de un ajuste fiscal severo en EE.UU. y solo en el caso de China se observaban algunas señales más positivas, no obstante que esto contrastaba con la disminución de los precios de las materias primas en las últimas semanas.

En el plano local, los antecedentes recientes mostraban una aceleración del dinamismo de la demanda interna, por un mayor empuje del consumo privado y también de la inversión en maquinaria y equipos. Esto también se había expresado en un mayor crecimiento de la actividad, aunque en ello igualmente contribuyó el vigor de los sectores vinculados a recursos naturales. Este patrón

de crecimiento implicaría una ampliación del déficit de cuenta corriente medido a precios de tendencia.

Dentro de este cuadro de mayor dinamismo en varios indicadores, llamaba la atención el menor crecimiento de las colocaciones bancarias durante los últimos dos meses, aspecto que debería seguir siendo analizado para entender su coherencia con el resto de las variables.

Con respecto a la evolución de los precios, las sorpresas sobre la inflación total de los últimos dos meses también reflejaban una mayor contribución de alimentos, pero principalmente perecibles. La inflación subyacente, excluyendo energía y alimentos, había estado algo por debajo de lo esperado en el último IPoM, ubicándose en 1,9% anual a octubre. Estas sorpresas positivas en precios específicos no habían afectado las expectativas inflacionarias de mediano plazo. Cabe señalar que la moderada evolución que había tenido la inflación subyacente en un contexto de menores holguras de capacidad, tanto en el sector productivo como en el mercado laboral, era un factor también a seguir examinando.

Dado lo anterior, la mantención de la TPM en 5% se consideraba coherente con el estímulo monetario requerido para lograr una evolución de la actividad alineada con su potencial, tal como se estimó en el último IPoM.

Al igual que en ocasiones anteriores, la opción de recortar la tasa de política monetaria se podría justificar como una medida preventiva ante el riesgo de una desaceleración más marcada del crecimiento económico y la inflación, y este podría ser el caso de materializarse los escenarios de riesgo externo contemplados en el último IPoM. Sin embargo, las probabilidades de estos escenarios no habían aumentado e incluso podría argumentarse que los riesgos relacionados con una desaceleración brusca de la economía china se habían atenuado. Asimismo, los antecedentes recientes mostraban que la demanda interna e indicadores relacionados se mantenían dinámicos, que las condiciones financieras locales continuaban siendo favorables, todo lo que tampoco anticipaba una desaceleración inminente de la demanda interna en lo venidero. Por lo anterior, la opción de recortar la TPM, al igual que el mes pasado, no resultaba la más adecuada.

La opción de aumentar la TPM también se descartaba en esta ocasión. Esa opción se podría justificar como respuesta a la dinámica reciente del gasto interno, con tasas de crecimiento elevadas a pesar del deteriorado escenario externo. Este dinamismo del gasto podría llevar a estrechar las condiciones en los mercados internos generando condiciones propicias para mayores presiones inflacionarias hacia el futuro.

Sin embargo, los antecedentes recientes sugerían que la aceleración del crecimiento de la actividad resto, en aquellos sectores más ligados a la dinámica de precios, había sido algo más moderada, en contraste con el gasto interno. Y, como se señaló anteriormente, los indicadores de inflación y las expectativas de inflación se mantenían en valores coherentes con el cumplimiento de la meta para esta variable.

Con respecto a la opción de mantener la TPM, se justificaba en su nivel actual, dentro de valores neutrales, lo que permitía esperar y acumular mayor información sobre la evolución de la situación externa y su impacto en la economía chilena.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que, en líneas gruesas, las novedades del escenario internacional se enmarcaban en las tendencias de los meses previos y de lo considerado en el IPoM de septiembre. Todos los Consejeros resaltaron los temores a un ajuste fiscal excesivo en EE.UU., aunque algo atenuado por incipientes indicios de voluntad para negociar un acuerdo. Un Consejero indicó que, a su juicio, lo que estaba en juego no era tanto un problema de agravamiento de la crisis financiera en ese país, sino que más bien un ajuste cíclico brusco. Un Consejero añadió que, con todo, por ahora los riesgos de un desenlace malo y de un ajuste fiscal severo parecían ser menores.

Sobre la situación en la Eurozona, todos los Consejeros coincidieron en la persistencia de los riesgos. Un Consejero destacó las señales de debilidad de la región, pues aunque no eran un tema muy novedoso, eran relevantes porque abrían espacio para que las tensiones financieras se agudizaran en la medida que el deterioro económico prosiguiera. Un Consejero llamó la atención por el hecho que el debilitamiento económico se ha ido extendiendo también a países de esa región que parecían más resilientes. Un Consejero resaltó que luego de que los anuncios del Banco Central Europeo produjeran bastante optimismo en los mercados, se ha vuelto gradualmente a una situación en que las dudas sobre las posibilidades de solución se han incrementado, a lo que se suman datos que revelan que la actividad económica se contrae más de lo previsto.

En cuanto al resto de las economías, un Consejero destacó el caso de China, donde las cifras han mostrado mayor estabilidad en la tasa de crecimiento y señales de alguna mejora en los últimos datos. Agregó que, en todo caso, se debía tomar con cuidado esta información, pues las implicancias sobre la fuerza de la economía china eran difíciles de dilucidar. Además, otros indicadores, como el precio de las materias primas, habían tenido una caída importante en el último

tiempo y abrían dudas respecto de cómo interpretar las últimas cifras de China. Un Consejero resaltó el caso de República de Corea, cuyos *spreads* soberanos, al igual que los de China, habían mejorado notablemente en las últimas semanas, dando cuenta de una evaluación más positiva de sus economías. Destacó que ambas economías tenían tasas de interés o enfrentaron tasas de interés superiores en el margen a las de Chile, y hoy estaban por debajo de ellas.

En el plano interno, todos los Consejeros destacaron la fortaleza que exhibía la demanda interna y la actividad. Un Consejero señaló que si bien parte de ese dinamismo podía estar influido por fenómenos transitorios ligados a los efectos de días hábiles y el abultamiento de gastos de capital en estos meses, hoy se veía menos clara una desaceleración sostenida de estas variables. Algunos Consejeros indicaron que más allá de temas puntuales, el dinamismo de la demanda interna continuaba siendo importante, que lo mismo sucedía con la actividad, aunque con un grado menor, lo que explicaba la presión sobre la cuenta corriente que se estaba observando. Un Consejero agregó que algunas señales del mercado del trabajo indicaban una intensificación de la escasez de mano de obra.

Algunos Consejeros destacaron que, pese al mayor dinamismo de la demanda, se observaba un grado de desaceleración en el crecimiento del crédito. Ello, añadieron, parecía responder a la aplicación de estándares y políticas algo más restrictivas por parte de los bancos. Por lo demás, el menor crecimiento del crédito era un dato importante, pues en períodos de expansión de la demanda, los mayores riesgos financieros están asociados a incrementos muy elevados del endeudamiento.

En cuanto a la inflación, todos los Consejeros concordaron en que la inflación total y subyacente seguía en línea con el rango de tolerancia de la meta de inflación, pese al mayor dinamismo de la actividad y la demanda. Un Consejero resaltó que la inflación subyacente se observaba bastante contenida. A su juicio, parte de ello se explicaba por las tasas negativas de los bienes transables, que podían estar influenciadas por la dinámica cambiaria. No obstante, también era cierto que la inflación de servicios no daba muestras relevantes de una aceleración de las presiones de costos y salarios. Indicó que este era un tema a seguir, pues era relevante para entender la posición cíclica de la economía. Una alternativa, prosiguió, era que se mantuvieran latentes las presiones inflacionarias, pero postergadas por una compresión de márgenes, lo que podría ser coherente, por ejemplo, con un deterioro de los resultados del sector corporativo en el último tiempo. Pero, por otro lado, destacó la brecha entre el dinamismo del producto y el empleo o las horas trabajadas, lo que podría ser coherente con mayores ganancias de productividad y con un mayor dinamismo de los salarios sin mayores presiones en la inflación.

Un Consejero llamó la atención sobre el hecho que un cuadro de brechas tan cerradas no se hubiera traducido, hasta ahora, en presiones inflacionarias. A su juicio, el elevado dinamismo de la demanda había sido canalizado por el lado de las importaciones, sin comprometer la trayectoria inflacionaria. Con todo, agregó, las cifras más recientes llevaban a pensar que la probabilidad de observar registros de inflación anual muy bajos por tiempo prolongado se había reducido. Con todo, concluyó, el panorama inflacionario seguía presentando riesgos relevantes en el mediano plazo, teniendo presente que la economía había seguido exhibiendo un crecimiento por sobre su ritmo de tendencia.

Un Consejero resaltó que el elevado dinamismo de la actividad y el gasto no se había traducido en presiones sobre los precios y, de hecho, más allá de la alta variación del IPC en octubre, la inflación subyacente seguía en niveles cercanos al límite inferior del rango de tolerancia. Recordó, además, que en los meses previos se observó la situación inversa con inflaciones inferiores a las esperadas. Por ello, apuntó, era importante recalcar el principio de que las decisiones de política monetaria no se tomaban sobre la base de datos específicos. Por lo demás, las expectativas de inflación en el horizonte de proyección seguían en línea con la meta.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que los antecedentes seguían dando cuenta de la conveniencia de mantener la TPM en su nivel actual. Un Consejero señaló que era difícil evaluar una opción distinta, toda vez que la TPM se ubicaba en una posición que debía considerarse como neutral y el balance de riesgos se mantenía bastante equilibrado. Añadió que un antecedente importante que reforzaba la opción de mantener era el comportamiento del sistema bancario, que, si bien había seguido brindando apoyo al crecimiento de la economía, parecía haber introducido elementos de prudencia en sus decisiones de crédito.

Un Consejero destacó que la economía chilena se enfrentaba a una situación compleja, toda vez que mientras la economía mundial era débil, con tasas de interés bajas, la economía nacional era fuerte y con tasas de interés en la zona neutral. Se agregaba que el nivel de actividad había seguido creciendo por sobre el de tendencia. Aunque estas estimaciones tenían un grado de incertidumbre, cabía esperar que si se materializaba alguna forma de estrechamiento mayor de los mercados internos, la economía chilena podría mostrar algunos síntomas de recalentamiento, ya fuera a través de presiones inflacionarias o de un deterioro de la cuenta corriente. Esta preocupación se reflejaba en la comunicación que el Banco había hecho respecto de la marcha de la cuenta corriente y de la balanza de pagos. Con todo, prosiguió este Consejero, se abría un dilema, porque no era clara cuál era la mezcla de políticas apropiadas de exacerbarse este tipo de

coyuntura. Lo que sí era claro, concluyó, era la relevancia de la coordinación de las políticas del Banco Central y del Ministerio de Hacienda.

Un Consejero señaló que la aparente paradoja entre el comportamiento del gasto y la inflación posiblemente se explicaba por un mayor desvío de los excedentes de gasto interno hacia el exterior, lo que se reflejaba tanto en el saldo de la cuenta corriente como en la evolución del tipo de cambio. En su opinión, en los meses venideros habría que seguir de cerca estas variables para asegurar que no se movieran hacia rangos que aumentarían significativamente la vulnerabilidad de la economía chilena, algo que no ocurría en este momento. Concluyó indicando que una acción en este sentido requeriría de la estrecha coordinación del Banco Central con el Ministerio de Hacienda.

Un Consejero destacó que la encrucijada a la que había estado expuesta la política monetaria en los últimos meses seguía presente. Por un lado, un escenario externo que se mantenía débil, con tasas de interés internacionales históricamente bajas, y que podría tener efectos sobre la economía nacional mayores a los vistos hasta ahora. Por otra parte, un escenario interno de gran dinamismo, con una desaceleración menor a la esperada, incluso con cierta aceleración en el margen. De hecho, con un escenario externo débil, el dinamismo interno había sido posible por el impulso de la demanda interna. En su opinión, la mayor demanda se estaba traduciendo en una ampliación del déficit en la cuenta corriente, pero la mayor actividad no había tenido, al menos hasta ahora, consecuencias sobre la inflación. Por el contrario, la inflación subyacente seguía muy baja. Sobre la base de estos antecedentes, la opción de mantener la TPM era la adecuada. Subir la tasa no se condecía con una situación externa delicada. Por otra parte, bajarla tampoco era compatible con una actividad y demanda interna dinámicas, lo que podría llevar a un riesgo inflacionario 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.