

Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2012

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°193, celebrada el 13 de diciembre 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, 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 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 diciembre. 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 comentaron las implicancias de las políticas expansivas que estaban siguiendo las autoridades monetarias de las economías desarrolladas, por el aumento de la liquidez que ello implicaba y la posibilidad que terminaran provocando un incremento de las expectativas de inflación internacional. Se discutió acerca de los efectos que la mantención prolongada de estas políticas —pues todo apuntaba a que así sería— tendría en las economías emergentes.

Respecto de la economía chilena, se discutió acerca de las particulares circunstancias recientes: la mantención de un dinamismo elevado de la demanda interna en un contexto en que la inflación permanecía baja. Se comentó que la mantención de una inflación baja por un tiempo largo tenía como correlato, todo lo demás constante, un mayor ingreso disponible. Ello se daría en un contexto en que los indicadores de confianza de consumidores iban al alza.

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 argumentos eran similares a los que se habían señalado en ocasiones anteriores.

Las noticias acumuladas desde la publicación del IPoM de septiembre no modificaban en forma relevante el escenario internacional que se presentó en esa ocasión. Aunque se anticipaba un menor ritmo de crecimiento de la economía mundial y de nuestros socios comerciales en el curso de los próximos dos años, en una comparación histórica, nuestros términos de intercambio continuaban en niveles elevados y las condiciones financieras internacionales se mantenían favorables.

El escenario internacional, sin embargo, aún presentaba riesgos relevantes en el corto y mediano plazo. En lo más inmediato, las autoridades políticas de Estados Unidos aún no habían llegado a un acuerdo para moderar el llamado “abismo fiscal” y elevar el techo de la deuda pública, lo que podría afectar el crecimiento y crear incertidumbre en los mercados financieros internacionales en las próximas semanas. En la Eurozona, las autoridades habían avanzado en algunas de las reformas necesarias para fortalecer la unión monetaria, pero la situación fiscal y financiera de la región continuaba siendo frágil. Por esta razón, no se podía descartar un resurgimiento de las tensiones en esta región con consecuencias sobre la confianza en los mercados financieros internacionales. En el caso de

China y otras economías emergentes se observaban algunas señales positivas que reducían, pero no descartaban, la probabilidad de un ajuste abrupto como el que se delineaba en septiembre último, con consecuencias relevantes sobre el precio del cobre y las cuentas externas.

En el plano local, los antecedentes recientes mostraban que la actividad había mantenido un ritmo de crecimiento algo superior a 5% anual, sin la desaceleración que anticipaba el IPoM de septiembre. Los sectores vinculados a recursos naturales habían contribuido a este resultado, pero también el empuje de la demanda interna. Dentro de esta, destacaba la contribución de la formación bruta de capital fijo, impulsada por la inversión en minería y más recientemente, en el sector inmobiliario, con repercusiones en la actividad, ingresos y gastos de otros sectores de la economía nacional. En el margen, estas presiones de demanda se habían expresado fundamentalmente en mayores importaciones, con efectos acotados sobre el uso de los recursos internos, así como la inflación de bienes y servicios.

Con respecto a la evolución de los precios, más allá de las sorpresas vinculadas a los alimentos perecibles, destacaba el hecho que la inflación subyacente había evolucionado algo por debajo de lo esperado en el último IPoM, ubicándose en 1,8% anual a noviembre, a pesar de la sorpresa positiva en actividad. Las expectativas privadas permanecían alineadas con la meta de inflación dentro del horizonte de política. La inflación de bienes, principalmente transables, seguía contribuyendo negativamente a la inflación total y se detectaba una compresión de márgenes de comercialización. La inflación de servicios mantenía una trayectoria estable, al igual que los salarios nominales, que continuaban creciendo entre 6 y 7% anual. El mayor crecimiento reciente de la productividad laboral media podía haber contribuido a moderar las presiones de costos, pero este tipo de indicadores puede mostrar un comportamiento muy pro-cíclico, lo que dificultaba sacar conclusiones más definitivas.

El patrón de crecimiento liderado por la demanda interna había resultado en una ampliación del déficit de cuenta corriente, tanto a precios corrientes como de tendencia. Como se había señalado anteriormente, este mayor déficit de cuenta corriente era un factor que requería atención por cuanto podría incidir sobre la vulnerabilidad de la economía chilena ante deterioros abruptos del escenario externo. Por el momento, la composición del déficit de cuenta corriente, impulsado por una mayor inversión en minería, así como su financiamiento, principalmente inversión extranjera directa, eran factores que atenuaban esta vulnerabilidad. Sin embargo, existía el riesgo de que la demanda interna mantuviera su dinamismo por un tiempo prolongado, exacerbando el déficit de cuenta corriente y el crecimiento del endeudamiento interno y externo, lo

que podría contribuir a vulnerabilidades futuras. Este era un tema que requería del concurso y coordinación de un conjunto amplio de políticas económicas y financieras, que iban más allá de la TPM.

Dado lo anterior, mantener la TPM se consideraba coherente con lograr una evolución de la actividad alineada con su potencial y coherente con la convergencia de la inflación a la meta dentro del horizonte de proyección.

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. Este podría ser el caso si se materializaba alguno de los escenarios de riesgos externos contemplados en el último IPoM. Sin embargo, las probabilidades de estos escenarios no habían aumentado e, incluso, podría argumentarse que desde el último IPoM se habían atenuado como consecuencia de las señales de recuperación en China y los avances logrados en Europa. Asimismo, los antecedentes recientes mostraban que la demanda interna e indicadores relacionados se mantenían dinámicos, mientras que las condiciones financieras locales seguían siendo benignas, lo que tampoco anticipaba una desaceleración inminente de la demanda interna en los próximos meses. Por lo anterior, la opción de recortar la tasa de política, al igual que el mes pasado, no resultaba la más adecuada.

La opción de aumentar la tasa de política también se descartaba en esta ocasión. Esta opción se podría justificar como respuesta a la dinámica reciente del gasto interno y sus consecuencias sobre la intensidad de uso de los recursos internos. Este dinamismo del gasto podría generar condiciones propicias para mayores presiones inflacionarias que luego requiriesen una acción más intensa de la política monetaria. Sin embargo, los antecedentes recientes sugerían que la aceleración del crecimiento de la actividad en sectores distintos de recursos naturales —más ligados a la dinámica de precios—, en contraste con el gasto interno, había sido más moderada, mientras que los indicadores de inflación y las expectativas privadas de inflación se mantenían en valores coherentes con el cumplimiento de la meta para esta variable.

Con respecto a la opción de mantener la tasa, esta se justificaba en que el nivel 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. Esta opción 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

En el plano internacional, todos los Consejeros coincidieron en que los mayores riesgos seguían concentrados en la situación de la Eurozona. Varios Consejeros resaltaron que se estaba configurando un clima más positivo, pero aún se estaba lejos de llegar a soluciones de fondo que permitieran dar por superada la crisis en la región. Un Consejero agregó que, a su juicio, muchas de las soluciones que se estaban buscando eran de tipo más estructural, por ejemplo la unión bancaria, y se referían a soluciones para el futuro. Por lo mismo, no atacaban los actuales problemas financieros y bancarios que enfrentaba la Eurozona. Por ello, creía que en esa región los problemas que se acumulaban avanzaban más rápido que las soluciones, lo que generaba una peligrosa tendencia.

También respecto de la Eurozona, todos los Consejeros coincidieron en la preocupación por las perspectivas de crecimiento en esa región, en particular por la debilidad que se observaba en las economías del centro de Europa. Un Consejero añadió que las cifras recientes indicaban que había elementos cíclicos que estaban operando sobre estas economías, y se agregaban, aunque parcialmente, algunos elementos de carácter financiero, como era la rebaja de clasificación de la deuda soberana de Francia.

Todos los Consejeros destacaron los riesgos inherentes a la discusión sobre los ajustes fiscales en EE.UU. Varios de ellos señalaron que, en todo caso, se percibía algún mejor clima político para lograr un acuerdo. Un Consejero agregó que cualquiera que fuera el desenlace de la discusión —ojalá a través de un acuerdo— de alguna manera implicaría un cambio en la tendencia de la deuda pública estadounidense, que era otro tema de preocupación en el escenario económico futuro. De todos modos, prosiguió, la eventual ausencia de un acuerdo tendría efectos más bien cíclicos sobre la economía de EE.UU., pero, en su opinión, no serían efectos estructurales. Con todo, añadió, era evidente que esos efectos cíclicos, en una situación debilitada, eran contraproducentes y, por lo mismo, era preferible que se diera un acuerdo sobre el tema. Concluyó este Consejero indicando que, pese a todo, tenía una visión crecientemente optimista de la economía estadounidense. Aun cuando no se había dado una recuperación del empleo comparable a la de otras recesiones, su contrapartida era que la productividad de esa economía era mayor, requisito importante para salir de una situación compleja como la que enfrentaba.

Varios Consejeros destacaron el anuncio de la Reserva Federal de profundizar la expansividad de su política monetaria. Algunos Consejeros agregaron que colocaba nuevas presiones sobre los países emergentes, en especial por el desafío de evitar que la creciente liquidez global provocara desequilibrios

que amenazaran su estabilidad financiera y sus perspectivas de crecimiento a mediano plazo. Un Consejero añadió que este escenario podría generar un ambiente de confrontación que, a su vez, podría terminar en el resurgimiento del proteccionismo comercial, con complejas consecuencias para la economía global.

Todos los Consejeros coincidieron en que, sin perjuicio de los riesgos, era bastante claro que en el corto plazo el panorama internacional era favorable para Chile, al menos por el momento: el precio del cobre y el de otras materias primas exportadas por nuestro país eran altos y las condiciones de acceso a financiamiento externo, favorables.

Un Consejero indicó que la combinación de factores externos sugería que la economía chilena seguiría observando una expansión de la actividad y la demanda, lo que implicaba riesgos como una ampliación del déficit en la cuenta corriente. A ello se agregaba la apreciación nominal y real del tipo de cambio, que también tenía costos. A su juicio, prosiguió este Consejero, el conjunto de antecedentes daba cuenta de que la combinación de apreciación cambiaria y ampliación del déficit de la cuenta corriente parecía normal, porque la trayectoria de muchas de estas variables se había dado de manera similar en otros países, ya fuera por el tipo de financiamiento externo que se observaba o por la trayectoria del crédito interno. Con todo, concluyó, eran temas que debían seguirse con mucha atención. En adelante, en la medida que los riesgos en Europa se mantuvieran acotados, era posible que las condiciones para Chile continuaran siendo favorables, las presiones cambiarias permanecieran, lo mismo que el déficit en la cuenta corriente. De ser así, y perdurar estas condiciones por un tiempo prolongado, el principal reto sería, no solo para el Banco Central, sino que en general, coordinar las políticas económicas para minimizar los riesgos de incubar algún desequilibrio. Ello, al mismo tiempo, sin limitar las ganancias que entregaban una buena conducción económica y un buen acceso a los mercados externos.

En el plano local, todos los Consejeros destacaron el dinamismo de la actividad y la demanda interna, lo mismo que la baja inflación de noviembre. Varios Consejeros llamaron la atención sobre el contraste entre el dinamismo de la economía y la baja inflación. Un Consejero indicó que era temprano para distinguir la validez de las distintas hipótesis que podrían explicar esta diferencia. Si había un genuino atraso en la manifestación de la inflación, si era o no alguna compresión transitoria de márgenes, un aumento de la productividad o alguna dificultad en la medición de las brechas. Independiente de la validez o relevancia de cada una de estas hipótesis, prosiguió, era claro que ciertas presiones inflacionarias seguían latentes en la economía chilena, lo que era un antecedente importante a la hora de tomar una decisión de política monetaria.

Un Consejero agregó que a las posibles explicaciones para la diferencia entre el comportamiento de la actividad y la inflación se agregaban la baja inflación externa y la tendencia apreciativa del peso. De todos modos, añadió, era importante que la evaluación de la trayectoria inflacionaria se hiciera con una perspectiva larga, pues parte de lo que se observaba hoy era una reversión de movimientos pasados. De hecho, indicó, el promedio de la inflación anual en el curso de los últimos treinta meses era prácticamente 3%. Más allá de eso, si se miraba más hacia adelante, se advertía la presencia de riesgos inflacionarios relevantes, toda vez que las holguras estaban cerradas y que la actividad seguía con un marcado vigor.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que el conjunto de antecedentes validaba que la mejor opción era mantener la TPM en 5,0%. Un Consejero indicó que, si bien la fortaleza de la demanda interna y el alza de los precios de los activos inmobiliarios eran preocupantes, que la inflación estuviera firmemente situada en la parte baja del rango de tolerancia permitía mantener la TPM en 5%. Agregó que si estas tensiones persistían, sería necesario adoptar acciones correctivas, las que requerirían de una estrecha coordinación con el resto de las autoridades responsables de la política económica.

Un Consejero señaló que se favorecía ampliamente la mantención de la TPM, sin visualizarse cambios muy nítidos en adelante. Bajar la TPM no sopesaba adecuadamente los riesgos derivados de la fuerte expansión de la actividad y la demanda. Subirla podría agudizar alguno de los problemas que enfrentaba Chile y no era concordante con lo que el resto de los países estaba haciendo en materia de política monetaria, lo que era una realidad que, por ahora, no podía obviarse.

Un Consejero mencionó que con un balance de riesgos que se mantenía equilibrado, era difícil levantar una opción distinta de mantener la TPM. Una baja, en un cuadro de elevado dinamismo de la actividad y bajo desempleo, no era prudente. Tampoco era razonable un alza. El nivel actual de la TPM no era particularmente bajo y persistía un diferencial más bien alto respecto de las economías desarrolladas. En este contexto, los grados de libertad para la política monetaria se veían, sin duda, reducidos y lo que correspondía es perseverar en la misma línea seguida en los últimos meses.

Un Consejero indicó que de haber una situación económica internacional más relajada, sin los riesgos actuales, lo más probable sería que la decisión prudente fuera elevar la TPM. Ello, porque en ese contexto, los excesos de demanda serían un anticipo de mayor inflación. Sin embargo, se estaba en una situación

inédita de políticas monetarias hiperexpansivas en el mundo, la que incluso había aumentado en lo más reciente e implicaría que las tasas de interés de las economías desarrolladas probablemente se mantendrían bajas por un período aún más largo de lo que se preveía. No se podía descartar, añadió, que dichas tasas podrían aumentar si se elevaban las primas por inflación, pero las tasas de interés reales, que eran las importantes para estos efectos, serían muy bajas por un período prolongado, lo cual también generaba tensión en una economía abierta como la chilena. Considerando ese solo elemento, a Chile le convendría reducir su tasa de interés en esta oportunidad, de manera de tener precios relativos más alineados con el exterior. Sin embargo, junto con esto, el déficit de la cuenta corriente era alto y se había corregido al alza, lo que imponía un puzzle de política difícil de resolver. En este contexto, cualquier decisión que se tomara era una decisión activa, aun cuando fuera mantener, porque era una opción. Tomando en cuenta todo lo anterior, y aun cuando el puzzle se seguía acentuando, la opción correcta en esta ocasión era mantener la TPM en su nivel actual.

Un Consejero resaltó la persistente encrucijada en que se mantenía la política monetaria, con elementos que apuntan en la dirección de mayor expansividad, particularmente factores externos, y otros que apuntan en la dirección de menor expansividad, en particular factores internos. En todo caso, agregó, el nivel actual de la TPM en Chile era de los mayores entre los países con los que usualmente se nos comparaba, definitivamente mayor que el de las economías desarrolladas y también superior al de la mayoría de las economías emergentes. En estas circunstancias, no parecía haber mayores cambios en el escenario. Seguían habiendo riesgos externos relevantes y el dinamismo interno continuaba sorprendiendo al alza, aunque la inflación a la baja. Sobre esa base, la opción de mantener la TPM era la adecuada. Subir la TPM no se condecía con una situación externa delicada ni tampoco con la baja inflación actual y proyectada a corto plazo, así como su coherencia con la meta en el mediano plazo. Apoyaba esta visión el nivel, relativamente elevado, del diferencial de tasas que exhibía Chile. Bajar la TPM tampoco era compatible con una actividad y demanda que seguían exhibiendo más dinamismo que el esperado.

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.