

Reunión de Política Monetaria

MARZO 2013

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°196, celebrada el 14 de marzo de 2013.

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 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 Marllys Pabst Cortés.

1. 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/}.

2. Opciones

En esta ocasión, dados los antecedentes conocidos desde la última Reunión, la

^{1/} <http://www.bcentral.cl/politicas/reuniones-politica-monetaria/index.htm>

División Estudios presentó como opción relevante mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0%.

Los antecedentes internacionales que se habían conocido desde la publicación del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre no cambiaban en forma significativa el escenario base para la economía internacional. Con respecto a los riesgos, sin embargo, aun cuando la situación fiscal y financiera de la Eurozona se mantenía frágil, las probabilidades de escenarios negativos para Estados Unidos o para China, como se habían contemplado anteriormente, se habían moderado. Por el contrario, se observaba algún grado de mayor confianza en los mercados internacionales.

En el plano local, la tasa de desempleo había continuado disminuyendo y se evaluaba que las condiciones de capacidad interna se mantenían estrechas. La actividad crecía algo por encima de las estimaciones de tendencia, impulsada por la demanda interna y especialmente por la inversión. El repunte reciente del consumo privado había ido de la mano de un mayor crecimiento del ingreso laboral —que se reflejaba en la evolución del empleo y los salarios— y de la reciente caída de la inflación medida por el IPC.

Por su parte, el endeudamiento de los hogares había venido moderándose, particularmente en su componente de créditos de consumo. Las mayores presiones de demanda se habían manifestado en un aumento de las importaciones y en un déficit más abultado de la cuenta corriente, moderando así sus efectos sobre el uso de los recursos internos y la inflación. La inflación subyacente había continuado cayendo, tanto en su componente de bienes como de servicios, y ya se ubicaba en 0,8% anual, mientras que la inflación total estaba en 1,3% anual. Llamaba la atención esta moderada evolución de la inflación en relación con el dinamismo que había mostrado el gasto interno, el producto y el empleo. Esta trayectoria reflejaba la influencia transitoria de algunos factores recientes, como la apreciación del peso, la normalización de *shocks* previos en precios de perecibles y la reducción del impuesto de timbres y estampillas, pero no se podían descartar influencias más duraderas, como un mayor crecimiento de la productividad. Por el momento, se mantenía el diagnóstico de que se trataba de un fenómeno transitorio, que debería tender a disiparse dentro del horizonte de proyección, pero era una hipótesis a seguir evaluando. Sin perjuicio de esta normalización esperada, las caídas recientes de los precios internacionales de los alimentos y las menores tarifas reguladas contempladas para los próximos meses, atenuarían la manifestación de esta normalización en el corto plazo.

Con respecto a la decisión de política monetaria, al igual que en ocasiones anteriores, la opción de recortar la tasa se podría justificar como respuesta frente

a una caída persistente de la inflación. Sin embargo, el dinamismo acumulado por el gasto, la actividad y el empleo, junto con la estabilidad de las expectativas inflacionarias en torno a la meta y la moderación de los riesgos externos, llevaban a estimar que los bajos registros inflacionarios recientes constituían un fenómeno transitorio que debería normalizarse dentro del horizonte de política. Por el contrario, un recorte de la tasa de interés podría inducir un mayor dinamismo de la demanda interna, exacerbando los riesgos de mediano plazo para la inflación, así como otras variables como el déficit de cuenta corriente. Por lo anterior, se descartaba la opción de recortar la tasa de política monetaria.

Por otra parte, la opción de aumentarla se podría justificar como respuesta a la dinámica reciente del producto y su eventual impulso sobre la trayectoria de inflación. Aunque este era un riesgo relevante para el mediano plazo, por el momento los indicadores de inflación total y subyacente se encontraban significativamente por debajo de 3%, y esta situación probablemente continuaría en los próximos meses considerando la influencia de los precios internacionales de materias primas. Asimismo, las expectativas privadas de inflación se mantenían en valores coherentes con la meta, y los componentes de la inflación de servicios y de salarios no mostraban señales de una aceleración. Este conjunto de consideraciones llevaba a descartar la opción de aumentar la tasa de política monetaria.

Sin perjuicio de lo anterior, el ritmo de expansión de la demanda interna podía ser un riesgo por sus implicancias para el déficit de cuenta corriente y las necesidades de financiamiento externo, pero abordar este tema requería de la coordinación del conjunto de políticas económicas y financieras, más allá de la política monetaria.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros resaltaron las mejoras en el plano internacional y la mayor calma de los mercados financieros internacionales. Para Estados Unidos se destacó que se habían diluido las posibilidades de escenarios extremos y que había señales más positivas en términos de crecimiento. Este escenario, señalaron, había provocado un rebalanceo de los portafolios que había impulsado al alza el precio de las acciones, fortalecido el dólar y reducido los flujos de capitales a países emergentes y el precio de las materias primas. Un Consejero también destacó la consolidación del crecimiento de China en cifras de un dígito.

Sin embargo, todos los Consejeros acotaron que el riesgo en la Eurozona seguía plenamente vigente. Respecto de esta región, varios Consejeros comentaron el aumento de los riesgos políticos y los claros signos de fatiga de reformas, lo que

en un contexto de baja actividad y alto desempleo mantenía vigente un escenario de riesgo sistémico en la región. En este sentido, un Consejero argumentó que las dificultades que enfrentaba Italia eran preocupantes, por tanto entre los principales acreedores de su deuda pública estaban los bancos franceses. De acuerdo con este Consejero, la permanencia del riesgo de la Eurozona también decía relación con la tendencia de fuga de depósitos hacia bancos alemanes. Dado que el exceso de liquidez de estos bancos se depositaba en el Banco Central Europeo y este, a su vez, entregaba dicha liquidez a los bancos desde los cuales salían los depósitos, se estaban generando compromisos que crecían a una tasa insostenible. Así, finalizó este Consejero, Europa seguía en una dinámica que no convergía y de no mediar cambios sustantivos, la probabilidad de escenarios extremos aumentaría. Con todo, un Consejero resaltó lo acotado y circunscrito que habían sido los efectos de la incertidumbre política en Italia.

Un Consejero argumentó que era difícil inferir un exceso de oferta en el mercado del cobre, pues tras el fuerte aumento de los inventarios en bolsa había un rol de los agentes financieros y de los inventarios fuera de bolsa que se estaban trasladando a ella. Sin embargo, prosiguió este Consejero, estos factores dejaban al precio del cobre más expuesto a una caída brusca.

Respecto del escenario chileno, todos los Consejeros comentaron el dinamismo de la actividad y especialmente el de la demanda interna por los riesgos que su evolución implicaba hacia adelante.

En cuanto a la actividad, algunos Consejeros resaltaron el rol que habían tenido los sectores vinculados a recursos naturales en su evolución. Ello, toda vez que en los últimos trimestres, la velocidad de expansión del PIB del resto de los sectores había permanecido relativamente estable, en algo más de 5,5%. Un Consejero opinó que no obstante esta cifra era algo mayor que las estimaciones de crecimiento potencial, no sugerían, en lo grueso, una dinámica excepcional más allá del contraste que generaba con la debilidad de los países desarrollados.

Un Consejero señaló que si bien el crecimiento del PIB se había estabilizado en torno al de su potencial, no había ocurrido lo mismo con la demanda interna, que se expandía cerca de dos puntos por encima de ella. Dado que se partía de una situación de déficit de cuenta corriente, a precios constantes este déficit estaba en una trayectoria creciente. Prosiguió este Consejero indicando que dicho exceso de demanda normalmente se reflejaría también en presiones inflacionarias, lo que no había ocurrido por la apreciación del peso, ganancias de productividad —que posiblemente eran por una sola vez— y la reversión de alzas transitorias de costos anteriores.

Un Consejero señaló que, en su opinión, se había acentuado el riesgo del escenario base interno, toda vez que la demanda seguía exhibiendo altos grados de dinamismo. El déficit en cuenta corriente se ampliaba, lo que implicaba un riesgo futuro. No obstante, este riesgo era mitigado por el hecho que se explicaba en gran medida por inversión dirigida al sector transable de la economía más que por consumo. Se agregaba que, al menos hasta ahora, las cifras de endeudamiento de los distintos agentes de la economía no mostraban signos de aumento.

Todos los Consejeros destacaron los bajos registros de inflación. Un Consejero llamó la atención sobre la disminución de la inflación de no transables. Con todo, señaló, la trayectoria de la actividad y la demanda hacia adelante sugería que la inflación debería mantenerse relativamente baja por unos meses, para acercarse hacia el 3% a fines de año o a comienzos del próximo. Un Consejero planteó que los riesgos para la inflación no habían desaparecido en el horizonte de política. Ello, pues en su opinión, la evaluación del panorama inflacionario, y particularmente la de sus implicancias para la política monetaria, requerían tener presente no solo el comportamiento aislado de la inflación, sino que un conjunto más amplio de antecedentes macroeconómicos. Entre ellos, habría que mencionar, sin duda, el vigor de la economía interna y las escasas holguras de capacidad que permanecían disponibles.

Algunos Consejeros comentaron acerca de los desafíos que imponían los diferenciales de tasas existentes entre el mundo desarrollado y el emergente para las políticas económicas en los países emergentes, entre ellos Chile. En este contexto, destacaron que la TPM de Chile era alta en el escenario mundial. Un Consejero llamó la atención sobre el hecho que, además, Chile, junto con Malasia y Perú, era de las pocas economías que no había reducido su TPM en los últimos quince meses. Manifestó este Consejero que, a su juicio, la mayoría de las rebajas de tasas de interés, no correspondían a medidas anticíclicas, sino más bien eran defensas de sus monedas frente a los estímulos monetarios de las economías desarrolladas. Otro Consejero llamó la atención que en este contexto, había países con un dinamismo similar al chileno y los mismos dilemas de política, pero que tenían tasas de política monetaria significativamente por debajo de la chilena.

Todos los Consejeros concordaron en que el escenario analizado planteaba una disyuntiva para la política monetaria, en tanto se oponían fuerzas que recomendarían decisiones de política en dirección opuesta. Con todo, concluyeron que la decisión adecuada era mantener la TPM en 5%.

Un Consejero señaló que si bien el cuadro económico era positivo, planteaba dilemas complejos al Banco Central. Por una parte, había mejores noticias en

el plano internacional, aunque persistían riesgos importantes en Europa. Por otra, la economía chilena seguía creciendo a un ritmo cercano a su potencial, con tasas de desempleo bajas y una inflación que no solo era baja, sino que había caído transitoriamente por debajo de la meta. Los dilemas surgían porque en medio de este cuadro muy positivo se podían estar incubando desequilibrios que en el mediano plazo podían imponer ajustes costosos para la economía del país. El problema para el Banco Central era que mientras ellos no se manifestaran, la efectividad de la política monetaria para prevenirlos era limitada. Con todo, concluyó este Consejero, el crecimiento excesivo de la demanda tenía un componente transitorio, asociado a la aglomeración de grandes proyectos mineros y de energía. Además, los bajos niveles de la inflación y los elevados flujos de inversión extranjera directa daban algún tiempo para buscar fórmulas que permitieran optimizar las respuestas económicas para prevenir esos desequilibrios.

Un Consejero planteó que a partir de los antecedentes discutidos se podían sacar dos conclusiones: La primera, que el ciclo externo seguía siendo positivo para Chile, más allá de los importantes riesgos que existían en Europa. La segunda, que lo más relevante a observar del ciclo doméstico era el dinamismo de la inversión. Advirtió este Consejero que aun considerando la solidez de las cuentas externas de la economía chilena, era importante cautelar que no se incubaran riesgos financieros importantes. En su opinión, la normalidad del crecimiento de los agregados crediticios, el seguimiento de algunos sectores específicos y la flexibilidad cambiaria, eran herramientas importantes en un contexto como este. Finalizó diciendo que la mantención de la tasa era la opción que claramente dominaba. El ciclo actual no sugería espacio para reducirla, aun con la inflación baja, y subirla no necesariamente contribuiría a mitigar los principales riesgos que se avizoraban.

Un Consejero opinó que los riesgos para el escenario base habían experimentado un rebalanceo en el último tiempo y el peso relativo de cada uno de ellos había tendido a cambiar. Así, los riesgos externos se habían atenuado y los internos habían adquirido mayor fuerza. Esto requería un seguimiento hacia adelante. Sin embargo, prosiguió, el actual nivel de la TPM era relativamente alto, lo que brindaba suficiente holgura para facilitar la convergencia de la economía y particularmente de la inflación. Los análisis que conllevaba la preparación ya iniciada del próximo IPOm aportarían antecedentes valiosos para volver sobre este y otros temas.

Un Consejero destacó que el puzzle de política seguía presente. Ello significaba que se seguían acumulando presiones en la estrechez de los mercados internos. Ni la masa salarial ni el gasto interno registraban tasas de crecimiento de

equilibrio estacionario, aun cuando había elementos transitorios en el gasto interno —como la inversión en minería y en material de transporte—. Este escenario aconsejaba medidas para frenar esa dinámica preventivamente. Al mismo tiempo, el escenario internacional recomendaba tener tasas de interés que se alinearan de mejor manera con las tasas de interés internacionales, de manera de descomprimir eventuales desalineamientos de los precios relativos. Prosiguió este Consejero señalando que, a pesar de la utilidad de los tipos de cambio flotantes, las perspectivas de que los diferenciales de tasas de interés con el mundo desarrollado se mantendrían por largo tiempo llevaban a que las presiones que pudieran existir sobre los precios relativos de las distintas economías fueran relevantes.

Un Consejero opinó que la opción presentada por la División de Estudios era la apropiada. Subir la tasa era poco sostenible en un escenario en que la inflación y su medición subyacente seguían por debajo del rango de tolerancia del Banco Central. La opción de bajar la tasa tampoco era la adecuada, en cuanto los signos de desaceleración de la demanda interna seguían siendo tenues e inciertos y, de hecho, su nivel todavía era elevado. En estas circunstancias, no parecía haber cambios mayores que justificaran una posición distinta respecto de la Reunión anterior.

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.