

# Reunión de Política Monetaria

ENERO 2012

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°181, celebrada el 12 de enero de 2012.**

Asisten el Presidente don Rodrigo Vergara Montes, el Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y los Consejeros don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

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 Nacur Gazali; el Gerente de División Estudios, don Luis Óscar Herrera Barriga; 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<sup>1/</sup>.

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

#### 1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Respecto del escenario internacional, se comentaron los ajustes a la baja de las proyecciones de crecimiento mundial por parte del consenso del mercado, las que se acercaban más a las contenidas en el IPoM. Se discutió que, probablemente, los próximos ajustes de dichas proyecciones de consenso serían en la misma dirección y que había que estar atentos a cambios en estas tendencias. También se debatió acerca del incremento del costo de fondos de los bancos en la Eurozona y Estados Unidos, lo que restaba expansividad a la política monetaria en esos países. En este sentido, se planteó que algo similar podía darse en Chile, considerando el aumento observado en los premios de financiamiento de algunos agentes. A partir de la evolución de los precios internacionales de los alimentos, se comentó acerca de sus implicancias para la evolución de estos precios en Chile. Asimismo, se discutió acerca de la evolución reciente de la demanda y la actividad en Chile y su coherencia con las proyecciones del IPoM.

### 2. Opciones

Los antecedentes conocidos desde la última reunión llevaban a proponer como opciones relevantes: (i) mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,25%; o (ii) recortar la TPM en 25 puntos base (pb), a 5,0%.

Como se señalara en los últimos meses, se había configurado un escenario externo más adverso, con riesgos significativos a la baja para el crecimiento mundial y la economía chilena. El escenario base del IPoM de diciembre contemplaba una desaceleración significativa del crecimiento mundial en el 2012, menores términos de intercambio que en el 2011 y condiciones financieras internacionales menos favorables. En los escenarios alternativos, podría haber un ajuste más severo del crecimiento en la Eurozona y Estados Unidos, un recrudescimiento de las tensiones financieras y caídas más acentuadas de los precios de las materias primas. Tanto en el escenario base como en los alternativos, el deterioro del panorama externo afectaría probablemente la evolución de la economía chilena.

Hasta ese momento, los indicadores de actividad y gasto en Chile mostraban una desaceleración, que, en lo principal, obedecía a una convergencia normal y deseable hacia tasas de tendencia. El escenario base contemplaba que esta desaceleración continuaría profundizándose en los próximos meses.

Se observaban algunos síntomas de transmisión de la situación externa a la economía nacional. En la industria, un menor crecimiento de las ramas orientadas a los mercados externos; en el comercio, una menor intención de

acumulación de existencias. Pero el patrón no era uniforme. Otros indicadores, como el empleo, el crédito, las ventas de bienes durables y las importaciones de maquinaria y equipos, continuaban mostrando dinamismo.

En el canal financiero, las fricciones en el mercado monetario local habían tendido a disiparse en las últimas semanas, pero aún se observaban mayores costos y menor disponibilidad de líneas de financiamiento externo para bancos y empresas, así como mayores premios en los bonos de empresas. La última encuesta de crédito también indicaba un comportamiento crediticio más cauteloso por parte de la banca, en contraste con las solicitudes de crédito, que aún se mantenían dinámicas.

En el caso de la inflación, en los últimos meses se había observado un aumento que excedía las proyecciones del Banco y las del mercado. En el dato más reciente de IPC se conjugaban algunos factores puntuales, como la evolución de los precios de combustibles y alimentos perecibles. Pero también había otros factores que podrían ser más duraderos, relacionados con el ajuste rezagado de los precios de los alimentos locales ante el aumento de los precios internacionales, el traspaso de la depreciación cambiaria del cuarto trimestre del 2011 y, finalmente, con la normalización de las medidas de inflación subyacente ante el cierre de las brechas de capacidad.

Los factores puntuales deberían tener una influencia transitoria en la dinámica de la inflación, en la medida que no afectaran las expectativas inflacionarias o se traspasaran a otros precios por cláusulas de indización o compresión de márgenes. Era destacable que la respuesta de las distintas medidas de expectativas de inflación a esta sorpresa había sido tenue, pero era un aspecto a seguir evaluando.

Por su parte, el análisis de la inflación de tendencia debía tomar en cuenta que, por lo general, responde con rezagos al ciclo económico y las presiones de demanda. Desde hace algunos trimestres, la evaluación del IPoM había sido que la brecha de capacidad estaba cerrada y que las condiciones en el mercado laboral eran estrechas. Sin embargo, las medidas de inflación subyacente evolucionaban por debajo de la meta y habían sorprendido a la baja. Las proyecciones recientemente publicadas contemplaban que esta situación debería normalizarse. La evolución reciente de la inflación era coherente con esta trayectoria de normalización, y que no alteraba el diagnóstico respecto de las presiones inflacionarias latentes. Sin embargo, también era necesario seguir observando la evolución de la inflación de tendencia, como señal de una situación más estrecha en el uso de la capacidad de la economía, en los márgenes de comercialización y en el mercado laboral. En todo caso, las proyecciones del IPoM indicaban que las brechas de capacidad

no tenderían a comprimirse más en los próximos trimestres. Por el contrario, había una probabilidad relevante de mayores holguras como consecuencia de los efectos de la situación internacional en la economía chilena.

Con respecto a las opciones, recortar la TPM en 25pb tenía como ventaja responder ante el deterioro del escenario externo, anticipándose a sus probables efectos negativos sobre el crecimiento y la inflación de tendencia en Chile. Esta decisión no estaba exenta de riesgos, considerando que aún era incierta la intensidad del impacto de la situación externa sobre la economía chilena. Sin embargo, la política monetaria afecta con rezagos relevantes a la demanda y la inflación, por lo que debía actuar necesariamente en función de la evolución esperada de estas variables, aun sobre la base de información incompleta.

Por el contrario, mantener la TPM tendría como ventaja acumular más información respecto de la evolución de la situación externa, así como de la intensidad de sus efectos en la economía chilena y las presiones inflacionarias subyacentes. Esto tenía la ventaja de minimizar la probabilidad de una reversión en el curso de la política monetaria más adelante, pero también el riesgo de luego requerir ajustes más pronunciados de la política monetaria.

La evidencia acumulada parecía suficiente para anticipar que las tensiones en la Eurozona se mantendrían por un tiempo prolongado y que esta región atravesaría por un proceso recesivo, lo que afectaría el crecimiento mundial. La evidencia sobre la intensidad de sus efectos en Chile era más incierta. Sin embargo, la situación externa ya había generado mayor cautela en algunos agentes locales y, tal como había quedado en evidencia durante el mes pasado, también propiciaba que se produjeran situaciones de mayores fricciones financieras que afectarían la evolución del crédito y la demanda. Asimismo, el crecimiento de otras economías emergentes ya denotaba efectos más claros de la desaceleración en el mundo desarrollado. En todo caso, la transmisión de la situación internacional a la economía chilena era un factor a seguir evaluando en los próximos meses, tanto en sus dimensiones financieras como reales.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros coincidieron en que la principal novedad del mes había sido el registro de inflación de diciembre, pero que aunque no debía ser desconocida, tampoco alteraba en su esencia el panorama de mediano plazo descrito en el último IPoM. Varios Consejeros coincidieron en que el comportamiento de las expectativas de mercado ante la sorpresa inflacionaria de diciembre corroboraba la visión de que el panorama de mediano plazo no había cambiado. Algunos

Consejeros resaltaron que sería un error sobre-reaccionar a *shocks* de corto plazo en la inflación. Uno de estos Consejeros indicó que, a su juicio, parte del mercado había sobre-reaccionado al dato de diciembre, modificando sus expectativas sobre la decisión respecto de la TPM en esta reunión. Agregó, que un Banco Central con metas de inflación a dos años no guiaba sus decisiones sobre la base de la sorpresa inflacionaria del mes anterior. Varios Consejeros plantearon que, en todo caso, el dato de inflación de diciembre no había alterado las expectativas de inflación a mediano plazo. Un Consejero señaló que, con todo, era relevante seguir revisando con detenimiento la evolución de la inflación en el corto plazo, a la luz de sus implicancias para la trayectoria de la inflación y la política monetaria en el horizonte relevante.

Algunos Consejeros coincidieron en que una parte de la sorpresa del IPC estaba más relacionada con factores de tendencia o subyacentes, los que podrían ser una respuesta, con cierto rezago, a un estrechamiento de las holguras de capacidad que se dio hasta mediados del año pasado. No obstante, agregaron, en un escenario de menor crecimiento económico, estas presiones debieran moderarse en los próximos meses. Uno de estos Consejeros destacó que, en un contexto de desaceleración de la economía, donde se mantenían riesgos a la baja, era esperable que la inflación cayera hacia 3% en el transcurso del año. Aunque la volatilidad en los precios de las materias primas y en el tipo de cambio hacía particularmente difícil proyectar la trayectoria de la inflación en el corto plazo, los fundamentos de mediano plazo y un balance adecuado de los riesgos continuaban apuntando a la necesidad de converger a una TPM algo más baja en los próximos meses.

Todos los Consejeros resaltaron que otro hito relevante desde la reunión anterior había sido la amplificación y posterior atenuación de las fricciones en el mercado monetario local. Un Consejero destacó el beneficio de haber ofrecido liquidez más allá de lo estrictamente normal, toda vez que contribuyó a normalizar un mercado cuyos precios reflejaban una tensión mayor que lo normal. Agregó que, por ahora, descartaba la posibilidad de que estas tensiones hayan obedecido a restricciones muy fuertes de liquidez provenientes de un agudo deterioro en la situación externa. A su juicio, la atenuación de las fricciones mostraba que acciones de política monetaria más decididas que las contempladas en el escenario base podían descartarse por ahora. Un Consejero llamó la atención que, en todo caso, el *spread* entre los bonos corporativos y los bonos del Banco Central y de la Tesorería había continuado aumentando, reflejando que, para una misma TPM, la política monetaria era menos expansiva.

En cuanto al escenario externo, todos los Consejeros concordaron en que durante el último mes no se habían producido novedades relevantes, pero que

el escenario externo seguía siendo negativo y sujeto a riesgos significativos. Un Consejero llamó la atención sobre el comportamiento del precio de las materias primas, porque se habían mantenido altos y, en algunos casos, con bastante volatilidad, reflejando evidentes tensiones de oferta. Agregó que estos fenómenos deben ser seguidos de cerca, porque aún sin un cambio de escenario externo, podrían aparecer importantes movimientos de los precios de las materias primas, con consecuencias en el corto plazo sobre los términos de intercambio y la inflación. Un Consejero volvió a llamar la atención sobre el grado de acoplamiento entre las bolsas de las principales economías desarrolladas, así como también entre las economías emergentes. Indicó que este acoplamiento era anormal y que de persistir, elevaba el riesgo de *shocks* sistémicos. También resaltó la mantención de las fricciones en los mercados financieros externos. En particular, que el premio Libor-OIS en dólares y el premio Euribor-OIS de la Eurozona seguían aumentando.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que los riesgos provenientes del escenario externo y sus efectos en la economía chilena seguían dominando el escenario macroeconómico y justificaban la necesidad de una política monetaria más expansiva, que proveyera a la economía de condiciones más favorables para enfrentar los cambios del entorno externo.

Un Consejero indicó que se inclinaba por reducir la TPM, porque era la decisión más coherente con las condiciones macroeconómicas actuales y sopesaba de mejor manera los riesgos presentes. Agregó que, si bien una mayoría relativa del mercado esperaba una mantención, una baja no debiera ser una decisión tan sorpresiva, pues la trayectoria de tasas que descontaban los instrumentos financieros y esperaban los agentes era similar a la contemplada en el IPoM, la que, a su juicio, no había variado.

Un Consejero señaló que la decisión, al igual que en la reunión pasada, estaba cruzada por consideraciones de corto y mediano plazo que no eran plenamente coincidentes en cuanto a sus implicancias de política. Mantener la tasa se podía justificar aduciendo que la desaceleración interna operaba con gradualidad, en un contexto en el cual las condiciones en el mercado laboral se mantenían estrechas. Bajar la TPM se podía sostener argumentando que la desaceleración interna se intensificaría en los próximos meses e iría más allá de lo que se había previsto tiempo atrás como resultado del deterioro de la economía mundial. Ello haría aconsejable actuar desde ya. Además, acotó, esta era la opción más coherente con las comunicaciones recientes del Banco. Con todo, agregó, las diferencias entre una y otra opción no eran dramáticas. Ambas eran coherentes con la apreciación de que la TPM había permanecido, hasta ese momento, en niveles razonables, considerando las condiciones prevalecientes, pero que requeriría de un ajuste de

magnitud acotada para adecuarse al nuevo escenario. Lo que estaba en discusión eran más bien los detalles sobre su implementación práctica.

Un Consejero resaltó que el escenario del IPoM seguía siendo válido, lo mismo que las implicancias de política que surgían de ese análisis. Añadió que una reducción de la TPM tendía a corregir parcialmente el hecho de que las condiciones de financiamiento para algunos agentes se habían hecho más restrictivas en relación con las tasas de los papeles del Banco y de la Tesorería. También agregó que creía relevante reaccionar oportunamente a la desaceleración mundial. Si bien el escenario del IPoM seguía siendo válido, la evidencia reciente mostraba que las proyecciones de la economía mundial, si algo, debieran ajustarse a la baja, lo que daba aún más sustento a una reducción de la TPM.

Un Consejero indicó que reducir la TPM era coherente con el comienzo de un proceso de relajamiento monetario que se había estado anunciando desde hace unos meses y que tenía como causa fundamental un escenario externo adverso.

Sobre los movimientos futuros de la TPM, todos los Consejeros coincidieron en que su oportunidad dependería de los cambios en el escenario macroeconómico que se fueran produciendo. Un Consejero señaló que era importante destacar que la oportunidad de una nueva reducción de la TPM dependería de los datos que se conocieran y, especialmente, de las noticias sobre la inflación. Un Consejero indicó que el mercado debía entender que la prudencia seguiría marcando el accionar del Banco Central y que no estaba garantizado que el ajuste sería necesariamente el que se proyectaba tiempo atrás o el que esperaba al momento de tomar esta decisión. Agregó que las acciones que se adoptarán en los próximos meses estarían muy condicionadas por los datos que se vayan conociendo. Un Consejero señaló que aunque en ese momento se veía más probable que el proceso de reducción de la TPM continuara en los próximos meses, la evolución de las expectativas de inflación sería determinante en la dinámica particular que tomara dicho proceso, sin descartarse que requiriera de pausas relevantes.

#### **4. Acuerdo**

---

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Vergara, del Vicepresidente señor Marfán y de los Consejeros señores Marshall y Claro, reducir la tasa de interés de política monetaria en 25pb, hasta 5,0% anual.