

# Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2012

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 182, celebrada el 14 de febrero 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 Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también 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 Política Financiera, don Kevin Cowan Logan; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán de Ramón Acevedo; el Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa; el Gerente de Análisis Internacional Subrogante, don Miguel Ricaurte Bermúdez; el Gerente de Estabilidad Financiera Subrogante, don Eduardo Olaberría Fermanelli; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; el Economista don Víctor Riquelme Peñaloza; la Secretaria General, doña Marllys Pabst Cortés; y don Jaime Troncoso Rojas.

### 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 de la situación internacional, se discutió si la reciente mejora de los mercados financieros tenía carácter permanente o, por el contrario, era solo temporal. Ello, considerando que si bien los indicadores de actividad y empleo en Estados Unidos eran mejores en el margen, la Reserva Federal parecía tener una opinión más negativa al haber postergado las expectativas del inicio de un ciclo de alzas de su tasa de política monetaria. A ello se sumaba la gravedad de los problemas fiscales y financieros en la Eurozona, no obstante el positivo impacto de las recientes medidas del Banco Central Europeo para proveer de financiamiento de largo plazo a la banca.

Sobre la actividad local, se comentó el dinamismo de la construcción y el comercio, cuyo comportamiento estaba muy ligado a la demanda interna y era más sensible a las tasas de interés. Se discutió acerca del ritmo de desaceleración de la demanda interna, que era algo más lento de lo esperado y no mostraba señales de verse afectado significativamente por la situación externa. También se examinó la situación de los inventarios y su efecto en las perspectivas de la demanda interna, y de esta sobre la cuenta corriente.

### 2. Opciones

Los antecedentes conocidos desde la última reunión llevaban a proponer como opciones relevantes: (i) mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0%; o (ii) recortar la TPM en 25 puntos base (pb), a 4,75%.

El escenario externo del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre consideró un bajo crecimiento en las economías desarrolladas, una mantención de las tensiones financieras en los mercados internacionales y términos de intercambio inferiores a los del 2011. Las peores condiciones externas reducirían el dinamismo de la economía chilena en el 2012. Además, los riesgos para el crecimiento mundial y de Chile estaban sesgados a la baja. Así, en el IPoM se evaluó que se requeriría una política monetaria algo más expansiva, para que la inflación se situara en torno a 3% en el horizonte relevante.

Las recientes cifras externas de actividad y empleo no cambiaban de modo significativo el panorama de crecimiento global del IPoM. La evolución de Estados Unidos era algo más positiva, pero se compensaba con un peor desempeño de Europa y Japón. China mostraba señales de desaceleración, pero gradual y en línea con lo esperado. En contraste, desde la publicación del IPoM había una mejora relevante de los términos de intercambio y las condiciones

de financiamiento externo para Chile. Sin embargo, existían dudas importantes respecto de su sustentabilidad. En la Eurozona, los balances de bancos y gobiernos seguían frágiles. Los programas fiscales y de fortalecimiento financiero tenían problemas importantes de implementación y su ejecución seguiría castigando el crecimiento de la región y la economía mundial. En este contexto, no se podían descartar que ocurrieran cambios abruptos en las expectativas de los inversionistas, nuevas turbulencias en los mercados financieros y volatilidad en los mercados de materias primas.

En Chile, con vaivenes, los indicadores de actividad y gasto mostraban una desaceleración gradual, aunque más lenta que lo esperado y, en lo principal, obedeciendo a una convergencia normal hacia tasas de tendencia. El escenario base del IPoM de diciembre contemplaba que esta desaceleración continuaría profundizándose en los próximos meses.

Hasta ahora, la evidencia de la transmisión de la situación externa a la economía nacional era tenue. Se observaba un manejo de inventarios más conservador en sectores como el comercio, lo que contrastaba con el dinamismo de las ventas finales. Se mantenía un elevado dinamismo de la inversión y la creación de empleo, y las expectativas empresariales mostraban mayor optimismo, pese a que se constataba la postergación de algunos proyectos de inversión, de acuerdo a información de empresas. En el ámbito financiero, las condiciones en el mercado monetario local habían tendido a normalizarse en las últimas semanas, aunque los costos de financiamiento externo para bancos y empresas, así como los premios en los bonos de empresas, seguían sobre los promedios históricos.

La inflación de enero se ajustó a las proyecciones, con caídas de los precios de la energía y también de los alimentos perecibles por efectos estacionales. Se mantuvieron los efectos rezagados del aumento de los precios externos de los alimentos y la normalización de la inflación subyacente, en línea con la situación de brechas de capacidad. Al respecto, un factor de riesgo era la posibilidad de que el grado de uso de la capacidad de la economía, con un mercado laboral estrecho, pudiera ser más intenso que lo contemplado en el IPoM, y con márgenes de comercialización más comprimidos. La reciente profundización en la caída de la tasa de desempleo y la rápida normalización de la inflación subyacente podrían apuntar en ese sentido. Este era un factor a seguir evaluando en los próximos meses. Con todo, las proyecciones del IPoM indicaban que el uso de la capacidad instalada y el mercado laboral no continuarían estrechándose. Además, las distintas medidas de expectativas de inflación se mantenían estables en torno a la meta.

El escenario delineado en el IPoM consideraba una política monetaria algo más expansiva, con una trayectoria para la TPM que, en el corto plazo, era comparable con lo que se desprendía de las diversas encuestas de expectativas. Esto contemplaba ajustes graduales en la tasa de política. Las dos opciones planteadas eran coherentes con esta estrategia.

Recortar la TPM en 25pb se justificaría como una acción preventiva ante el deterioro esperado del escenario externo. La política monetaria actúa con rezagos relevantes sobre la demanda y la inflación, por lo que se debía actuar en función de la evolución esperada de estas variables, aun con información incompleta. Bajar la TPM permitiría anticiparse a los efectos de un eventual deterioro mayor en el escenario externo sobre el crecimiento y la inflación de tendencia en Chile. Sin embargo, esta decisión presentaba riesgos, porque aún era incierta la intensidad del impacto de la situación externa, así como la evaluación de la posición cíclica de la economía y las presiones inflacionarias subyacentes.

Mantener la TPM daba la ventaja de acumular más información sobre la situación externa, así como de la intensidad de sus efectos en la economía chilena y las presiones inflacionarias subyacentes. Esto permitía minimizar la probabilidad de una reversión posterior en el curso de la política monetaria, pero tenía el riesgo de requerir ajustes más pronunciados en el futuro.

El reciente mejoramiento de los términos de intercambio y las condiciones de financiamiento externo planteaba un escenario internacional que, al menos en el corto plazo, era algo más favorable de lo contemplado en el IPoM, sin perjuicio de las dudas antes planteadas de su sustentabilidad.

Por otra parte, la evidencia de los efectos de la situación externa sobre la economía chilena aún era débil. Las favorables condiciones del mercado laboral continuaban impulsando el consumo, y los términos de intercambio favorecían la inversión en sectores como minería y energía. De todos modos, la situación externa ya había generado mayor cautela en algunos agentes y, como se vio en diciembre, era más propicio para episodios de fricciones financieras. El impacto del entorno externo en Chile era un aspecto a seguir evaluando, tanto en sus dimensiones financieras como reales.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros coincidieron en que las noticias del escenario internacional daban cuenta de un mejor desempeño en algunas economías importantes como Estados Unidos. No obstante, también concordaron en que los riesgos seguían

siendo significativos, lo mismo que los posibles efectos de su concreción. Por ello, concluyeron que el escenario presentado en el IPoM de diciembre seguía siendo válido. Un Consejero llamó la atención sobre el tono pesimista del discurso de las autoridades de la Reserva Federal de Estados Unidos, que contrastaba con los datos recientes. Ello, a su juicio, podía indicar que las autoridades no consideraban que las señales recientes constituyeran el adelanto de una recuperación vigorosa.

Un Consejero destacó las dificultades de los países de la periferia de la Eurozona para ajustar sus economías. Agregó que, por ahora, las cifras en los mercados financieros parecían dar cuenta de que estos problemas lograrían quedar acotados en países de menor impacto agregado y que las autoridades europeas habrían logrado promover acciones para mitigar o limitar el contagio hacia economías como España e Italia. Varios Consejeros destacaron la mejora de las condiciones financieras en la Eurozona, la que, en buena parte, podía atribuirse a las medidas de provisión de liquidez del Banco Central Europeo. Varios Consejeros resaltaron que esto abordaba de forma importante las preocupaciones respecto de las necesidades de financiamiento del sector bancario en dicha región. Sin embargo, destacaron que persistían serios problemas fiscales, financieros y de equilibrios macroeconómicos en la Eurozona, resaltando el deterioro de la cartera de los bancos dados el alto desempleo y bajo crecimiento, los requerimientos de capital que el *European Banking Authority* había hecho para los mayores bancos del sistema y las presiones de financiamiento en dólares. Concordaron en que ello estaba y podía seguir provocando condiciones crediticias más contractivas, impactando en especial a pequeñas y medianas empresas y, eventualmente, el comercio exterior de algunos países. De lo anterior, concluyeron, no era descartable que la mayor tranquilidad que se recogía en los precios financieros fuera interrumpida más adelante. Un Consejero agregó que las clasificadoras de riesgo habían continuado revisando a la baja el grado de inversión de las economías de la región y se habían añadido nuevos casos de perspectivas negativas para la clasificación.

En el plano interno, todos los Consejeros coincidieron en que las últimas cifras daban cuenta de una actividad y demanda que crecían algo por sobre lo esperado en el IPoM de diciembre. Un Consejero destacó que el dinamismo de la demanda interna se había moderado algo, y que su comportamiento era coherente con la expansión del empleo asalariado, las remuneraciones y el crédito. Agregó que las expectativas de los consumidores, que habían tenido un comportamiento disonante en meses previos, habían repuntado recientemente. Con todo, recordó que las perspectivas seguían apuntando a una desaceleración de la demanda interna.

Un Consejero mencionó que, hasta ahora, la desaceleración de la actividad de los últimos trimestres estaba más relacionada con la normalización en las tasas de crecimiento que con los efectos de la crisis externa. Agregó que ello no obstaba para que, más adelante, los efectos de un escenario externo más negativo tuvieran un impacto más pronunciado sobre la economía local. Un Consejero indicó que le llamaba la atención el hecho que mientras en el resto del mundo se iba consolidando un escenario de menor crecimiento, en Chile el cierre de brechas que estaba contemplado en el IPoM iba más lento de lo esperado. Asimismo, se mantenían latentes las presiones en el mercado laboral. Agregó que, en particular, era destacable el dinamismo de los sectores construcción y comercio, dos sectores que son sensibles a la demanda interna, ámbito donde la política monetaria es más eficaz.

En cuanto a la inflación, todos los Consejeros concordaron en que el dato de enero había estado en línea con lo previsto y, en general, los registros subyacentes mostraban una normalización en la dinámica inflacionaria. Un Consejero resaltó que continuaba siendo válida la proyección de que la inflación se desaceleraría hacia cifras cercanas a 3% a fines de año, lo que, en lo grueso, era coherente con lo que mostraban las distintas medidas de expectativas privadas y precios de mercado. Con todo, concluyó este Consejero, seguía siendo válido que, aunque en distintas direcciones, la volatilidad de algunos componentes del IPC y del tipo de cambio podría afectar la trayectoria de la inflación en el corto plazo.

Un Consejero destacó la necesidad de seguir con atención la trayectoria inflacionaria de corto plazo. Añadió que era particularmente importante monitorear la inflación subyacente y los potenciales efectos de la sequía y de la apreciación del peso. Con todo, no cambiaba el diagnóstico de mediano plazo en cuanto a que la inflación convergería a la meta inducida principalmente por la desaceleración de la demanda y la actividad.

Un Consejero indicó que las presiones de oferta sobre la inflación eran mixtas, con efectos que se dispararían en el horizonte de proyección. Por un lado, los precios de los alimentos eran más altos, por efectos derivados del nivel de los cultivos anuales que deberían normalizarse en la próxima cosecha. Por otro lado, en el corto plazo se darían caídas del precio de la energía superiores a las previstas en el IPoM, tendiendo a compensarse unas con otras. Lo que quedaba, concluyó, eran presiones por el lado de la demanda, que no habían disminuido a la velocidad prevista.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que mantener la TPM era coherente con las señales entregadas, que apuntaban a un proceso de ajuste gradual y pausado.

Un Consejero señaló que, hasta ahora, se pensaba que la preocupación por el entorno externo iba a moderar las expectativas y el gasto privado, dando espacio para bajar la TPM. Sin embargo, a su juicio, la información disponible indicaba que la probabilidad de que ello ocurriera era menor que hace algunos meses. Los últimos datos configuraban un panorama en que habría algo más de dinamismo en la actividad y la demanda interna, y niveles algo mayores de inflación efectiva y subyacente. Destacó además su preocupación por los fundamentos de la desaceleración prevista de la demanda interna. Agregó que el nivel del déficit estructural de la cuenta corriente estimado en el último IPoM también era una vulnerabilidad a considerar, en especial en la medida en que la demanda interna no se desacelerara más rápido que el PIB.

Un Consejero indicó que si bien las turbulencias externas seguían vigentes, el panorama externo no había seguido deteriorándose y los precios de los activos mostraban un cambio de escenario, el que, aunque debía evaluarse con cuidado, podía ser mejor para los países en desarrollo. Las cifras de actividad daban cuenta de que el impacto del deterioro externo era acotado, al mismo tiempo que las restricciones financieras de fines del 2011 habían tendido a disminuir. Por todo ello, concluyó, se favorecía mantener la TPM. Agregó que esta decisión era la más prudente y dejaba más espacios hacia adelante. Indicó que, aunque no se podían descartar bajas futuras, en las condiciones actuales no eran claras su oportunidad y magnitud.

Un Consejero resaltó que, a diferencia de reuniones previas, era claro el predominio de la opción de mantener por sobre la de bajar la TPM. La opción de bajar se podía sustentar principalmente en que, más allá de lo observado hasta ahora, la desaceleración interna se intensificaría en los próximos meses, haciendo aconsejable efectuar los ajustes requeridos cuanto antes. Sin embargo, a su juicio, lo más recomendable era mantener en esta oportunidad. Primero, el escenario externo seguía mostrando cambios, lo que exigía cierta prudencia en las decisiones. Segundo, la actividad interna se desaceleraba gradualmente, con un muy bajo desempleo. Tercero, la TPM se encontraba en un nivel que debía ser considerado como normal, de manera que no existía apuro para proceder a un nuevo recorte. Y cuarto, con el aumento de la inflación, el nivel de la tasa de interés real había tenido una reducción algo mayor que la esperada, por lo menos en el corto plazo.

Un Consejero indicó que mantener la TPM era coherente con una demanda y actividad que se desaceleraban menos que lo previsto y permitía acumular mayor información sobre la evolución de la economía mundial. Agregó que, luego de la baja de la TPM en enero, era razonable una pausa para agregar más información sobre la evolución de variables clave y, en particular, de los efectos

en Chile de la crisis de la Eurozona. Especial importancia tenía la evolución de la inflación en un contexto de un mercado laboral estrecho y con presiones puntuales sobre ciertos precios. Resaltó que el riesgo de esta opción era que se intensificaran los efectos de la crisis externa en Chile, requiriéndose de mayores ajustes en los meses venideros. Sin embargo, también estaba el riesgo de que la intensidad de estos efectos fuera menor que lo esperado y que, por ello, la política monetaria fuera por un tiempo más expansiva que lo necesario. Mantener la TPM mostraba cierta cautela, en cuanto a que no era evidente que el espacio para seguir con el proceso de relajamiento monetario, al menos por ahora, fuera demasiado amplio. A su juicio, a futuro, eventuales bajas serían limitadas, no necesariamente consecutivas y bastante dependientes de la evolución de las condiciones externas e internas.

#### 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.