

# Reunión de Política Monetaria

MARZO 2012

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 183, celebrada el 15 de marzo 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 de Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; 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

#### 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

Se discutió acerca del comportamiento del producto y el mercado laboral en Estados Unidos.

Se señaló que parte de la caída en la tasa de desempleo respondía a una menor fuerza de trabajo —desempleados desalentados— y otra, a una mayor creación de empleo. Sobre este último, se acotó que el aumento era moderado considerando la destrucción de puestos de trabajo observada en la crisis. Se destacó que Estados Unidos aún enfrentaba desequilibrios macroeconómicos relevantes, en particular los referidos al equilibrio fiscal y la balanza de pagos. Por ello, se argumentó que la resolución de los desequilibrios exigía de aumentos importantes de la productividad, lo que implicaría un crecimiento de la economía que no se reflejaría *vis a vis* en el empleo.

Se discutió sobre la evolución reciente de los indicadores de actividad y demanda interna, en particular si estos reflejaban una desaceleración o aceleración de la economía. Se señaló que había divergencias entre sectores: mientras unos se volvían más dinámicos, como la construcción, otros no mostraban cambios sustantivos, como la industria. Sobre los indicadores de gasto, se mencionó que las tasas de expansión anual del consumo y los niveles de las importaciones estaban mostrando descensos o ralentizaciones, pero que, en cualquier caso, los efectos de la situación externa habían sido menores que lo esperado.

### 2. Opciones

Los antecedentes desde la última reunión llevaban a proponer como única opción relevante mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0%.

El Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre contemplaba un escenario externo caracterizado por un bajo crecimiento en las economías desarrolladas, la mantención de las tensiones financieras internacionales y términos de intercambio para Chile menores respecto del 2011. Además, consideraba que el balance de riesgos era negativo, por la posibilidad de una agudización de la crisis en la Eurozona.

Los avances en la normalización de los mercados de deuda soberana y bancaria en la Eurozona habían reducido los riesgos de una recesión más profunda en esa región. Esto configuraba un escenario externo algo más benigno y riesgos negativos más acotados. Aunque las proyecciones de crecimiento de los socios comerciales prácticamente no tenían cambios desde diciembre, tanto los

términos de intercambio como las condiciones de financiamiento internacional eran más favorables que lo previsto. No obstante, persistían dudas importantes de la sustentabilidad de esta mejora en la Eurozona. En este contexto, no se podían descartar cambios abruptos en las expectativas y nuevas rondas de turbulencias en los mercados financieros internacionales. En tanto, otros riesgos habían tomado mayor relevancia. En particular, la posibilidad de una desaceleración más marcada de la economía china y los mayores riesgos geopolíticos en torno a Irán y sus consecuencias para el petróleo.

En Chile, aunque más lenta que lo esperado, los indicadores de gasto habían mostrado una trayectoria de desaceleración en la segunda mitad del 2011. La actividad, por el contrario, tuvo una desaceleración marcada en el tercer trimestre, pero un repunte a fines del año pasado, que también había ido acompañado del mayor optimismo de consumidores y empresarios. Algunos indicadores relacionados con el consumo privado daban señales coherentes con una moderación adicional de su crecimiento, pero esta era una trayectoria que aún no se consolidaba. El escenario base del IPoM contemplaba que la desaceleración de la demanda y la actividad se profundizaría en el primer semestre del 2012, como consecuencia del impacto del escenario externo. Sin embargo, a la luz de las noticias recientes, la intensidad de estos efectos no solo había sido menor, sino que también sería más tenue en lo venidero.

Respecto de la inflación, su trayectoria reciente reflejaba algunas sorpresas en los precios de los alimentos perecibles, a lo que se agregaba el aumento reciente de los combustibles, que podrían agregar presiones transitorias al alza en los próximos meses. Como en otros episodios, las expectativas inflacionarias de corto plazo habían aumentado. También era necesario enfatizar el mayor ritmo de aumento de los indicadores de inflación subyacente, que tendían a ser más inerciales y que podían responder a un nivel de uso de los recursos en la economía, particularmente en el mercado laboral, más intenso de lo contemplado en el IPoM.

En meses pasados, la opción de recortar la TPM se había justificado como una acción preventiva, ante la proyección de un deterioro más marcado del escenario externo y sus consecuencias para Chile. Considerando que el escenario externo se percibía algo más favorable y que sus riesgos negativos se estimaban más acotados, en esta ocasión, esta opción parecía menos justificable. Ello se reafirmaba porque los riesgos para la inflación local habían aumentado, lo que llevaba a descartar, en esta oportunidad, la opción de recortar la TPM.

Alternativamente, respecto de la opción de aumentar la TPM, aún existían dudas importantes sobre la sustentabilidad del mayor optimismo en los mercados

financieros internacionales, lo que, en esta oportunidad, hacía descartar esta opción.

La opción de mantener la TPM era válida toda vez que su nivel actual estaba dentro de un rango de valores normales para esta variable, lo que daba flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación externa, el dinamismo de la economía chilena y el estado de las presiones inflacionarias subyacentes. Se agregaba que las expectativas privadas no proyectaban aumentos relevantes de la TPM ni en el corto ni en el mediano plazo.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros destacaron la mejoría en la confianza de los mercados financieros externos y coincidieron en que, por ahora, había disminuido la posibilidad de ocurrencia de escenarios más extremos. Entre las noticias de la Eurozona, resaltaron la inyección de liquidez por parte del Banco Central Europeo y el canje de la deuda griega. Varios Consejeros destacaron que, en todo caso, la situación de la Eurozona seguía compleja y no estaba exenta de riesgos. Persistían problemas estructurales, por lo que todavía quedaba mucho camino por recorrer y no se podía descartar que en la medida que avanzara el año, aparecieran nuevas tensiones en los mercados.

Varios Consejeros destacaron que pese a las mejoras en los mercados financieros, aún no se observaban cambios en las expectativas de crecimiento global. Ello, en opinión de un Consejero, porque las cifras de actividad usualmente recogen con rezago los cambios en las percepciones y perspectivas. Un Consejero resaltó que en Estados Unidos, el crecimiento de la actividad desde su punto más bajo no había estado acompañado de un aumento del empleo proporcionalmente equivalente al de otras salidas de recesión de esa economía. Como contrapartida, la productividad había aumentado, lo que, a su juicio, constituía una condición necesaria para una recuperación sostenible de esa economía.

En el plano interno, todos los Consejeros destacaron que la actividad y la demanda interna habían sorprendido con cifras superiores a las esperadas. En cuanto a la actividad, algunos Consejeros señalaron que su ritmo de expansión estaba convergiendo a tasas similares a la de tendencia. Varios Consejeros destacaron que esto había redundado en brechas de capacidad que estaban cerradas, mientras que uno estimó que estaban más abiertas que lo anticipado en el IPoM de diciembre.

Un Consejero señaló que el mejoramiento de las condiciones externas enfrentadas por la economía chilena había contribuido a mantener el dinamismo de la economía más allá de lo anticipado. Varios Consejeros sostuvieron que había indicios de que las condiciones financieras seguían algo más restrictivas que hace unos meses, lo que podría anteceder a una moderación adicional del menor dinamismo del crédito y la demanda interna. De acuerdo con un Consejero, la evolución de los agregados de crédito indicaba algún grado de cautela tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda, lo que podía explicarse por la existencia de riesgos no despejados y, en el caso particular de los créditos de consumo, por la incertidumbre regulatoria que pesa sobre estas operaciones.

Respecto de la demanda interna, un Consejero planteó que, a su juicio, todavía no había evidencia de que su esperada desaceleración se sostendría en el tiempo. Aunque las cifras anuales mostraban un descenso, era importante también analizar las cifras en el margen. El consumo privado efectivamente había mostrado una desaceleración en términos de la velocidad, aparentemente explicada por una desaceleración aún mayor en el consumo de bienes durables. La formación bruta de capital fijo se había mantenido elevada y todo hacía pensar que seguiría alta. El gasto público, si bien había cumplido con las metas, se había acelerado hacia fines de año.

Varios Consejeros indicaron que el mercado laboral seguía mostrando señales de estrechez. Un Consejero destacó que la mayor creación había ocurrido en los sectores de servicios. En la construcción, en tanto, las cifras de empleo no daban cuenta todavía de la mayor actividad en ese sector. La mayor demanda había repercutido en una evolución de las remuneraciones, que había que seguir observando con especial cuidado. Los costos laborales unitarios reales habían recuperado niveles que no eran preocupantes, pero de mantenerse su trayectoria, se podía arriesgar un problema de inflación de salarios a corto andar.

Todos los Consejeros mostraron preocupación por el panorama para la inflación y destacaron el repunte de las diversas medidas de inflación subyacente. También destacaron las alzas de las expectativas de inflación de corto plazo. No obstante, también concordaron en que los riesgos del escenario externo seguían siendo importantes.

Varios Consejeros opinaron que en el último tiempo se había sumado como factor de riesgo la evolución del precio del petróleo. Algunos señalaron que con brechas cerradas o incluso ligeramente abiertas, eventuales *shocks* de oferta podrían tener efectos de segunda vuelta más complejos de manejar. Un Consejero indicó que, en este sentido, los del sector de frutas y verduras o del precio de los combustibles tendrían que tener un seguimiento especial para no generar

efectos de segunda vuelta ni cambios en las expectativas.

Un Consejero planteó que si al cierre de brechas se le sumaban registros inflacionarios —efectivos y subyacentes— al alza y expectativas de inflación que habían aumentado a un año plazo, se podía decir con seguridad que la preocupación por el panorama inflacionario se había incrementado. También argumentó que hace unos meses se proyectaba que los precios se mantendrían contenidos por el menor crecimiento que provocaría una situación externa muy deteriorada y por los elevados riesgos existentes. Ahora, indicó, los efectos de dicha situación habían probado ser inferiores a los esperados y surgían nuevos elementos, como el mayor precio del petróleo, por lo que el panorama de la inflación era más complejo.

Con respecto a la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que en esta ocasión era difícil visualizar una opción distinta de la de mantener la tasa en 5%. Varios Consejeros resaltaron que se había producido un cambio en el balance de riesgos.

En opinión de un Consejero, lo más adecuado en esta ocasión era la opción de mantener la TPM, junto con una actitud de observar y esperar. Estimó que aún no estaban dadas las condiciones para cambiar este mensaje, porque las desviaciones todavía eran pequeñas y las tasas de interés estaban en un nivel normal para poder esperar señales más claras de una aceleración de la demanda interna. En todo caso, advirtió, de no producirse un descalabro financiero mayor en Europa, en el futuro se debería pasar a un sesgo de una mayor restricción monetaria.

Un Consejero opinó que los antecedentes tendían a moderar el balance de riesgos hacia uno neutral. Estimó que la posibilidad de continuar con el ajuste gradual a la baja de la TPM que se percibía hasta hace poco, parecía fácil de descartar en ese momento y, por ahora, lo más prudente era mantener la TPM en su posición actual, comunicando un sesgo neutral.

Un Consejero afirmó que en meses anteriores la visión era que la inflación convergería a la meta en forma relativamente rápida como resultado de la desaceleración de la actividad interna. Dicha visión se reforzaba con el sesgo a la baja del balance de riesgos. Pero el panorama, incluyendo el balance de los riesgos, había cambiado, pues, primero, la actividad evolucionaba por sobre lo anticipado en un contexto de holguras estrechas. Segundo, habían surgido factores de oferta que podrían afectar la trayectoria de la inflación, como la evolución del precio del petróleo y los potenciales efectos de la sequía sobre los precios de los alimentos. Tercero, la convergencia de la inflación a la meta

podría ser bastante más lenta que lo anticipado, lo que conllevaba el riesgo de que las expectativas se vieran afectadas y surgiera una dinámica que requiriera una reacción de la política monetaria para contenerla. A su juicio, conforme a estos factores, se debía descartar completamente la idea de un recorte. Agregó que, en todo caso, la TPM se ubicaba en un nivel neutral, lo que otorgaba espacio para esperar.

Un Consejero estimó que bajar la TPM en esta oportunidad no se condecía con el emergente riesgo inflacionario. Al mismo tiempo, subirla no era concordante con los riesgos que persistían en el escenario internacional. Si bien los efectos de la situación externa habían sido menores a los esperados, seguía siendo probable que la desaceleración de los indicadores de consumo —particularmente durables—, colocaciones y algunos sectores, se profundizara en los meses venideros, aunque en forma más tenue que lo estimado hace unos meses.

#### **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.