

# Reunión de Política Monetaria

JULIO 2012

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°188, celebrada el 12 de julio 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 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 de Estabilidad Financiera, don Luis Opazo Roco; 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; el Periodista de la Gerencia Asesora de Comunicaciones, don Jaime Troncoso Rojas; 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

Se examinó la diferencia entre la evolución de la actividad y la demanda en Chile —que sostenían un dinamismo mayor que el anticipado— y lo que acontecía en el resto del mundo, donde las cifras más bien apuntaban a un menor dinamismo. Se planteó que podía haber varias explicaciones posibles, como, por ejemplo, la composición de las exportaciones chilenas, la persistencia de elevados precios del cobre y el hecho que las condiciones de financiamiento externo no se habían deteriorado, algo de lo que daban cuenta las condiciones de la reciente colocación de un bono de Codelco. Se resaltó la importancia de discernir cuáles eran las explicaciones para esta discrepancia con otras economías emergentes y si podía ser algo más duradero o transitorio.

### 2. Opciones

En esta ocasión, dados los antecedentes conocidos desde la última reunión, la Gerencia de División Estudios presentó como opción relevante mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0%.

El Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio contemplaba un escenario externo con un bajo crecimiento en las economías desarrolladas, la continuación de las fricciones en los mercados financieros externos y términos de intercambio menores que los del 2011. Los antecedentes recientes no modificaban en forma relevante este escenario. Se observaba una desaceleración algo más marcada de la economía mundial y sus perspectivas. Sin embargo, las medidas monetarias y los acuerdos alcanzados en la Eurozona habían contribuido a mejorar levemente las condiciones financieras internacionales, y los precios de las materias primas habían dejado de caer.

En el plano interno, la capacidad instalada y el mercado laboral continuaban en una situación estrecha, lo que implicaba que el crecimiento de la economía chilena debía alinearse con su trayectoria potencial. En lo que iba del año, las tasas de crecimiento de la actividad y la demanda se enmarcaban dentro de esta tendencia. Para la segunda mitad del 2012, las proyecciones del IPoM tenían implícita una desaceleración del crecimiento por la mayor incertidumbre internacional y la menor demanda externa. Hasta ese momento, las señales de estos efectos eran tenues. El consumo, la inversión y las contrataciones no observaban una desaceleración relevante. Se apreciaba cierto deterioro de las expectativas empresariales, que podría redundar en una menor acumulación de existencias, pero, al mismo tiempo, la confianza de los consumidores había mejorado.

La inflación efectiva y sus medidas subyacentes se ubicaban por debajo de 3% anual. La disminución de la inflación total había sido mayor de lo anticipado, reflejando la evolución de factores transitorios, como los componentes más volátiles —energía y alimentos—, así como la incidencia de la apreciación reciente del peso en la inflación de los bienes transables. En las últimas semanas, los precios internacionales de las materias primas habían dejado de caer e incluso se había observado una reversión, especialmente los de los granos, que llevaría a atenuar estas presiones a la baja. Por otra parte, los indicadores de inflación subyacente, particularmente su componente de servicios, y los salarios nominales mostraban estabilidad, lo que validaba el diagnóstico respecto de una situación de brechas cerradas, pero este era un factor a seguir vigilando.

Con respecto a la política monetaria, aumentar la TPM se descartaba tomando en cuenta el deterioro de las perspectivas internacionales y su eventual impacto sobre la economía chilena y la inflación. Al mismo tiempo, se observaba una convergencia del ritmo de crecimiento de la actividad y el empleo hacia tasas de tendencia, la inflación subyacente mostraba una reducción relevante en meses recientes y el mencionado comportamiento de los componentes más volátiles también había contribuido a reducir los registros inflacionarios y las expectativas de mercado.

La alternativa de bajar la TPM se descartaba en esta oportunidad, tomando en cuenta que la situación de brechas de capacidad y mercado laboral aún era estrecha, lo que representaba un riesgo latente respecto de las perspectivas inflacionarias de mediano plazo. Era probable que los efectos de la desaceleración externa sobre la evolución de la economía chilena contribuyeran a despejar este riesgo en los meses venideros, pero estos efectos habían sido tenues hasta el momento.

Mantener la TPM se justificaba en que su nivel actual estaba dentro de un rango de valores neutrales, al tiempo que la economía se encontraba en una situación de brecha cerrada e inflación en torno a la meta, 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.

### **3. Decisión de política monetaria**

---

Todos los Consejeros coincidieron en que, salvo algunas excepciones, la evolución de la economía internacional y local no se había desviado significativamente de lo anticipado, por lo que se mantenía vigente el mensaje de política monetaria entregado anteriormente.

Todos los Consejeros destacaron que, en líneas generales, se observaban algunos progresos respecto de la evolución de la situación financiera en la Eurozona, lo que reducía en el margen el riesgo de una resolución traumática de sus problemas. Resaltaron que la reacción de los mercados había sido positiva, pero muy cautelosa, porque todavía eran acuerdos parciales y con serios desafíos de implementación. Un Consejero indicó que veía alguna señal positiva, en la medida que las autoridades habían asumido parte de los problemas. A su juicio, sin embargo, seguía pendiente evaluar la capacidad de algunos de estos países para soportar los ajustes de gasto y los cambios en los salarios reales requeridos.

Todos los Consejeros coincidieron en que los datos del último mes seguían dando cuenta de la desaceleración del crecimiento en Estados Unidos y en economías emergentes importantes. Un Consejero resaltó que en China se notaba una mayor disposición de las autoridades para actuar, limitando la desaceleración. Sin embargo, agregó, no se observaba todavía una desviación en el dinamismo de esa economía que justificara un impulso mayor. Algunos Consejeros destacaron la inquietud que despertaba la desaceleración del crecimiento en las economías emergentes, pues habían jugado hasta ahora un rol de soporte o sustentación del crecimiento global. Agregaron que se esperaba que estas economías tuvieran un repunte en la segunda mitad del año, pero que de no ser así, se vería seriamente afectado el principal impulso que hoy tenía la economía mundial. Algunos Consejeros destacaron que varias economías habían seguido impulsando políticas monetarias más expansivas.

Todos los Consejeros llamaron la atención también sobre el efecto positivo que las medidas adoptadas en la Eurozona habían provocado en los precios de los activos y las materias primas. En todo caso, varios Consejeros destacaron el incremento en el precio de los granos, cuya evolución había que observar con cuidado por su impacto directo y también indirecto, especialmente en el precio de las carnes. Un Consejero resaltó el efecto de la baja del precio del petróleo en los últimos meses. Además de los efectos directos e indirectos en la inflación, destacó la recomposición parcial de los desbalances globales que ello implicaba. Un Consejero agregó que la caída observada en los precios de las materias primas en el último tiempo había contribuido a moderar o reducir las perspectivas inflacionarias en el mundo emergente.

En lo interno, todos los Consejeros destacaron que, respecto de lo esperado, las principales novedades habían sido el mayor crecimiento de la actividad y la menor inflación. Un Consejero indicó que si bien la inflación a corto plazo se veía más baja, los salarios seguían creciendo a tasas elevadas, lo que coincidía además con una estabilización del crecimiento del PIB y de la demanda interna a tasas algo por encima del aumento del PIB potencial. Añadió que si bien se

esperaba una desaceleración adicional de la actividad en los meses venideros, ella seguía tardando en materializarse. Un Consejero agregó que la principal razón de la sorpresa a la baja en la inflación había sido el comportamiento de sus componentes más volátiles. Ello, indicó, dificultaba la lectura clara respecto de las presiones de demanda que podrían estar subyacentes, no obstante la evolución de algunos componentes más relacionados con sectores de servicios y salarios era coherente con la hipótesis de que la economía estaba funcionando en torno a su plena capacidad. Un Consejero señaló que el descenso de la inflación representaba una reversión compensatoria del aumento observado con anterioridad. Al mismo tiempo, agregó, el panorama inflacionario de mediano plazo no se había modificado sustancialmente, dada la estrechez de capacidad con que operaba la economía y las perspectivas de crecimiento contempladas en el escenario más probable. En todo caso, concluyó, la reducción transitoria de la inflación era un antecedente que debía ser seguido con atención, sobre todo si adquiriría persistencia o se intensificaba más allá de lo que se visualizaba en esos momentos.

Un Consejero llamó la atención sobre las señales mixtas que se apreciaban en la evolución reciente del crédito y los agregados monetarios. Manifestó que el crédito de consumo había perdido dinamismo, como daban cuenta la Encuestas de Crédito Bancario y los aumentos, en algunos casos bastante significativos, de las tasas de interés de estas colocaciones, lo que daba sustento a la desaceleración del consumo que preveía en adelante. No obstante, prosiguió, las colocaciones a empresas se seguían observando bastante dinámicas, lo que contrastaba con los resultados de la Encuesta de Crédito Bancario que sugería que alguna de esas condiciones no habían seguido expandiéndose. Ello contrastaba con la evolución de los agregados monetarios menos líquidos, como el M2. Este seguía creciendo a tasas del orden de 20% nominal anual, cifras que no se observaban desde el período 2005-2008, cuando hubo tres o cuatro años de expansión bastante significativa del crédito y de estos agregados. En su opinión, este era un tema que debía mirarse con detención hacia adelante. Con todo, concluyó, las condiciones financieras seguían siendo normales, aunque en el margen había alguna evidencia que podrían haberse estrechado en alguna magnitud.

Un Consejero señaló que la demanda interna, la actividad y las expectativas sobre estas dos variables no registraban aún el efecto de una economía mundial en la que la desaceleración afectaba a un número cada vez mayor de países. A su juicio, era necesario desentrañar si esto correspondía a efectos puramente transitorios o a elementos más estructurales. En principio, apuntó, creía más bien lo primero.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que la única opción plausible era mantener la TPM en 5%. Un Consejero

indicó que, junto con ubicarse dentro de un rango de valores neutrales, el nivel actual de la TPM era coherente con las trayectorias esperadas para la actividad y la inflación en el escenario base del IPoM. Por ello, mientras persistiera la incertidumbre sobre cómo evolucionarían las condiciones tanto externas como internas, era preferible privilegiar la opción de mantener la TPM. Agregó que una adecuada ponderación de los riesgos enfrentados también conducía a inclinarse por su mantención. Lo que se observaba en ese momento eran riesgos bastante compensados. Por un lado, estaba el posible deterioro del escenario externo y, por otro, la persistencia del vigor de la demanda interna. En este cuadro, lo más conveniente era proceder con prudencia y evitar acciones de política que pudieran requerir reversiones drásticas en el corto plazo, con los consiguientes efectos adversos sobre las expectativas y la confianza del mercado. Ello, añadió, en ningún caso cerraba la posibilidad de reaccionar con prontitud si las condiciones cambiaban y, especialmente, si lo hacían abruptamente.

Un Consejero indicó que, por un lado, se había dado un fuerte ajuste a la baja en las expectativas de inflación en el corto plazo, por lo que, para una misma TPM nominal, el *Principio de Taylor* implicaría una política monetaria marginalmente más restrictiva. Este, prosiguió, era un aspecto cuya conveniencia debía evaluarse. A su juicio, se enfrentaba un dilema de política cuya resolución aún no era evidente. Por una parte, toda la información del escenario externo recomendaba seguir a otras economías e ir hacia una política monetaria más expansiva. Por otra parte, ya por varios meses consecutivos, la esperada desaceleración de la economía interna había sido más lenta que lo esperado. Ello, a pesar del menor costo de los combustibles, apuntaba a que a mediano plazo podrían estarse incubando presiones inflacionarias.

Un Consejero señaló que en la coyuntura actual era importante analizar no solo el escenario base o el más probable, sino que también los riesgos de cola ancha, es decir, aquellas posibilidades que no estaban dentro del escenario base, pero tenían una probabilidad no menor de ocurrencia en escenarios extremos. En este sentido, una salida desordenada de la crisis de la Eurozona llevaba a la necesidad de pensar en cómo tener la mejor posición para enfrentar ese tipo de escenarios. Por ello, lo más prudente era mantener la TPM, pues permitía los grados de libertad necesarios para enfrentar un escenario extremo, ello considerando que la economía chilena aún no mostraba la desaceleración que se observaba en otras economías. Finalizó indicando que solo en caso que se materializara tal escenario extremo se podría pasar a una política monetaria más expansiva.

Un Consejero indicó que mantener la TPM era la decisión correcta ante los antecedentes presentados. Subir la TPM era descartable tanto por la baja inflación y sus acotadas proyecciones como por el escenario externo que seguía

presentando riesgos importantes para la economía nacional. Bajar la TPM no parecía lo más prudente, al menos mientras no hubiera evidencia más concreta de una desaceleración algo mayor de la actividad y la demanda interna. En su opinión, lo natural sería que el escenario externo tuviera un efecto más significativo en la economía chilena en la segunda parte del año, tal como lo estaba teniendo en varios países de la región. Sin embargo, por ahora dichos efectos eran acotados.

#### **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.