

Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2013

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°205, celebrada el 12 de diciembre 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, don Felipe Larraín Bascuñan.

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 Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia, doña Erika Arraño González; el Economista don Víctor Riquelme Peñaloza; y la Secretario General, doña Marlys 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/}.

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

2. Opciones

En esta ocasión, dados los antecedentes conocidos desde la última Reunión, la División Estudios presentó como opciones relevantes mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 4,50% o recortarla en 25 puntos base (pb) a 4,25%.

La información desde la última Reunión confirmaba que el ritmo de crecimiento de los socios comerciales continuaba algo por debajo de su promedio histórico, pero se anticipaba un repunte paulatino en los trimestres venideros. Ello, sustentado en la recuperación de las economías desarrolladas, especialmente Estados Unidos, así como la estabilización de las emergentes. Aunque el precio del cobre se mantenía en niveles históricamente altos, el ciclo de inversiones en la minería continuaba mostrando un menor dinamismo a nivel global. La inflación internacional estaba bien contenida en las economías desarrolladas y en la mayoría de las emergentes.

Las condiciones financieras para las economías emergentes seguían más restrictivas que en años previos y también respecto de los primeros meses del 2013, antes que comenzaran las señales de moderación del programa de compra de activos de la Reserva Federal (Fed). Este fenómeno había afectado en mayor medida a las economías más vulnerables, mientras que el impacto en Chile había sido acotado. Las empresas nacionales mantenían un acceso al financiamiento externo que, en términos históricos, se daba en condiciones relativamente favorables. En el último mes, las condiciones financieras externas tuvieron cambios menores, pese a que se anticipaba un pronto inicio del retiro del programa de la Fed.

En el 2013, la economía chilena había moderado su dinamismo. La actividad crecía algo por debajo de su tendencia, lo que restaba presión al uso de la capacidad instalada, pero las condiciones en el mercado laboral aún eran estrechas. La desaceleración del gasto interno se había generalizado a todos sus componentes, incluyendo aquellos con un comportamiento más inercial.

Las proyecciones contenidas en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre eran coherentes con la mantención de una trayectoria de crecimiento moderado del producto y la demanda en los próximos trimestres, mientras la economía se ajustaba al menor impulso de la inversión relacionada con la minería. Otros componentes de la demanda, sin embargo, probablemente continuarían dando sustento al crecimiento. La situación financiera de los consumidores era sana, sus ingresos laborales crecían a un ritmo similar al de trimestres previos y la confianza promedio seguía en el rango optimista. Las empresas trabajaban con niveles estrechos de capacidad, y algunos sectores

como el manufacturero indicaban que percibían un nivel de inventarios más bajo de lo normal. El gasto público, de acuerdo con la regla fiscal, continuaría aumentando con el crecimiento de los ingresos estructurales.

Los datos recientes de inflación, así como las proyecciones privadas, eran congruentes con su convergencia hacia la meta. La reciente depreciación del peso podía implicar mayores registros de inflación en el corto plazo, pero se trataba de un fenómeno transitorio y no había afectado las expectativas de mediano plazo.

Sobre la alternativa de mantener la TPM, se justificaba en que la desaceleración de la economía había sido suave y se anticipaba que mantendría un ritmo de crecimiento estable en los próximos trimestres. Se agregaba que ya se habían realizado dos recortes de la TPM, que estaban operando y continuarían afectando gradualmente los componentes de la demanda más sensibles al costo de financiamiento. El crédito seguía fluyendo de forma normal y estable hacia los hogares y empresas. El peso se había depreciado en términos reales, ubicándose en torno a sus promedios históricos, lo que también ayudaría a rebalancear las fuentes de crecimiento en línea con los cambios en el entorno externo y la maduración del ciclo de inversiones en la minería. En este contexto, mantener la TPM permitiría acumular mayores antecedentes sobre la evolución de la economía y los efectos de los recortes ya realizados.

Respecto de la alternativa de reducir la TPM, esta era coherente con la trayectoria de tasas considerada en el escenario base del último IPoM, que contemplaba la posibilidad de agregar algún impulso monetario adicional. Si bien los datos conocidos desde la última Reunión estaban en línea con el escenario base, un tercer recorte de la TPM podría entregar una señal de mayor urgencia respecto de la debilidad de la economía nacional y llevar a una corrección adicional de la trayectoria de tasas esperada por el mercado, lo que no era coherente con el escenario proyectado en el IPoM.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que las noticias conocidas desde la publicación del IPoM de diciembre eran coherentes con el escenario base allí descrito y reafirmaban su validez.

En el plano externo, los Consejeros concordaron en que no se apreciaban mayores cambios y, si algo, las novedades tenían un tono marginalmente más positivo. También resaltaron que los mercados veían algo más cercano el inicio del retiro parcial de los estímulos monetarios en Estados Unidos, lo que había

tenido efectos menores sobre las tasas de interés en esa economía y el valor del dólar. También se destacó que los mercados emergentes habían reaccionado con menos volatilidad a estas perspectivas. Un Consejero destacó que este adelanto en el comienzo del retiro de los estímulos podía leerse como una buena noticia, porque implicaba un mayor dinamismo de la economía estadounidense. Sin embargo, en el corto plazo, el aumento de las tasas de interés podía ser negativo para aquellas economías más dependientes del financiamiento externo. De todos modos, agregó, que aun cuando se retiraran las acciones no convencionales de la política monetaria en Estados Unidos y otras economías desarrolladas, lo más probable era que los bancos centrales de estas economías mantuvieran las tasas de interés en un nivel bajo por un período prolongado. Esto era un elemento relevante del escenario externo para Chile.

En el plano local, todos los Consejeros apuntaron que el crecimiento del Imacec de octubre había sorprendido al mercado, que esperaba un aumento algo mayor. Destacaron también que se consolidaba un menor dinamismo de la inversión y una caída de los inventarios. Al mismo tiempo, el consumo continuaba creciendo, impulsado por el aumento de los ingresos laborales y la disponibilidad de crédito a los hogares, al mismo tiempo que los indicadores de confianza se mantenían optimistas. Un Consejero destacó que las tasas de variación anual de la inversión marcaban una caída más pronunciada, pero magnificada por las altas bases de comparación de fines del 2012.

Un Consejero agregó que la desaceleración de la actividad y de la demanda era saludable. Porque, entre otras cosas, había implicado reducir significativamente las proyecciones de déficit de la cuenta corriente para este y el próximo año. Añadió que una serie de antecedentes—como la situación del mercado laboral, crecimiento del consumo privado, evolución del crédito interno, financiamiento externo en condiciones ventajosas, términos de intercambio elevados en términos históricos y la recuperación de inventarios— no presagiaban, en el escenario base, una caída muy abrupta en el ritmo de expansión de la actividad. Con todo, concluyó, cabía seguir monitoreando de cerca esta situación, porque existían riesgos relevantes, que podrían hacer cambiar este diagnóstico.

Todos los Consejeros señalaron que aunque la inflación de noviembre había sido algo mayor que la esperada por el mercado, no había afectado significativamente las proyecciones de mediano plazo de los analistas, ni las expectativas de los inversionistas, que seguían en torno a la meta. Un Consejero puntualizó que la inflación había sido afectada en lo más reciente por la depreciación del peso y el alza de algunos alimentos. Sin embargo, seguía bajo 3%. Además, la inflación subyacente—sin alimentos y energía— aún era menor que 2%, pero se esperaba que ya a principios del 2014 se ubicara en el rango de tolerancia y

convergiere hacia el 3%. Concluyó que era importante examinar la evolución de la tendencia en las cifras y no datos puntuales.

Todos los Consejeros destacaron la depreciación del peso desde la Reunión anterior. Un Consejero indicó que, más allá de la natural volatilidad de estos cambios, contribuía a un cambio en precios relativos que era esperado considerando el panorama que se anticipaba para la economía internacional y para Chile. Además señaló que, aunque podría conllevar algunos registros de inflación más altos que lo anticipado en los próximos meses, no alteraba la lectura sobre el ciclo económico que se planteaba en el IPoM ni las perspectivas de mediano plazo para la inflación. Otro Consejero coincidió en destacar el cambio de precios relativos que se estaba observando en la economía. Agregó que la contrapartida debía ser un comportamiento moderado de los salarios nominales. Por el contrario, si los salarios reales mantenían un alto dinamismo, compensando la normalización de la inflación con mayores reajustes nominales, el resultado serían mayores presiones inflacionarias.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros concordaron en que las opciones planteadas por la División Estudios eran las más plausibles. Un Consejero señaló que una tercera baja consecutiva podría ser interpretada erróneamente como una señal de preocupación del Consejo por el ritmo de ajuste en la demanda interna. Además, esta pausa permitiría reunir más antecedentes y evaluar mejor la necesidad y oportunidad de nuevos ajustes en la TPM.

Un Consejero indicó que la opción de recortar se podía sustentar en que todavía existía cierto espacio para acomodar la política monetaria a las nuevas condiciones. De ser así, estimaba que sería conveniente completar dicho proceso con relativa prontitud. Sin embargo, el panorama no había cambiado sustancialmente ni en materia de actividad ni de inflación, más allá de sorpresas muy puntuales. Si se procediera a un nuevo recorte, este sería sorpresivo para el mercado y se podría interpretar que las últimas cifras llevaron al Banco Central a reevaluar las condiciones enfrentadas, lo que no coincidía con el análisis realizado.

Un Consejero señaló que en esta ocasión era apropiado mantener la TPM, por cuanto era coherente con el diagnóstico de la situación económica actual y con la comunicación reciente del Consejo, en particular, con el IPoM. La opción de bajar en esta oportunidad se justificaría ante una desaceleración más rápida de la que se estaba observando y/o con una inflación más baja. En particular, una tercera baja consecutiva entregaría un mensaje que no sería congruente con la desaceleración moderada que se observaba en la economía. Por cierto, este diagnóstico debería continuar evaluándose en base a la nueva información

que llegara. Era también cierto, agregó, que en el IPoM había una señal, en el supuesto de trabajo, de una disminución adicional de la TPM, pero ella no necesariamente debía producirse en esta Reunión. De hecho, el mercado no lo esperaba así. Finalizó este Consejero apuntando que mantener era más compatible con el escenario de una desaceleración moderada, con elementos que seguían dinámicos y con que hubo dos bajas seguidas, por lo que era razonable hacer una pausa en esta oportunidad.

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 4,50% anual.