

Reunión de Política Monetaria

JULIO 2013

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°200, celebrada el 11 de julio 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, 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 subrogante, don Gabriel Aparici Cardozo; 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 Asesor del Ministro de Hacienda, don Rodrigo Cerda Norambuena; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; la Secretario Ejecutivo Subrogante 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 5,0% o recortarla en 25 puntos base (pb) a 4,75%.

La opción de recortar la tasa se podría justificar ante la evidencia de un menor impulso externo sobre la economía chilena como consecuencia del menor crecimiento proyectado de los socios comerciales de Chile, la reducción de los términos de intercambio y condiciones de financiamiento externo menos favorables. La mayor preocupación era la desaceleración observada en China por su importancia para los mercados de materias primas y, en particular, para el cobre. Los antecedentes recientes de comercio exterior y la industria de esta economía no anticipaban una reversión de esta tendencia en los próximos meses. Además, se habían observado algunas fricciones en los mercados financieros domésticos de esa economía. Por otra parte, las señales recientes para Estados Unidos habían confirmado mejores perspectivas de crecimiento y también la posible reducción del programa de compra de activos en lo que restaba del año. Esta situación había generado mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y un deterioro de las condiciones financieras que enfrentaban las economías emergentes, incluyendo Chile. No obstante, sin perjuicio de esta volatilidad, era probable que los ajustes de la política monetaria en las economías avanzadas fueran graduales, lo que acotaba sus riesgos a mediano plazo.

Con respecto a la opción de mantener la TPM, coincidía con la expectativa de consenso del mercado para esta Reunión, por lo que no debería afectar la evolución de la curva de tasas. Esta opción podía justificarse en que, hasta el momento, la desaceleración de la actividad y la demanda interna había sido gradual y la demanda final —inversión fija y consumo— mostraba dinamismo. Asimismo, el empleo seguía creciendo a tasas de tendencia y las condiciones en el mercado laboral se mantenían estrechas.

Las proyecciones del escenario base anticipaban que la desaceleración de la demanda final continuaría profundizándose en los próximos trimestres. Algunos antecedentes preliminares eran coherentes con esta perspectiva, incluyendo los resultados de las encuestas de confianza y perspectivas de empresas y consumidores, así como la Encuesta de Crédito Bancario.

En cuanto a la inflación, había evolucionado en línea con lo proyectado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio y la inflación total se había acercado al rango de tolerancia, mientras que la subyacente continuaba en torno a 1% anual, y las expectativas se mantenían en torno a la meta.

Finalmente, con respecto a la transmisión de la política monetaria, pese a la mayor volatilidad internacional, las condiciones financieras en los mercados domésticos habían permanecido relativamente estables en términos de tasas y tipo de cambio.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en señalar que, en líneas generales, los eventos recientes estaban en línea con lo señalado en el IPoM.

En el plano internacional, todos los Consejeros destacaron la recuperación de Estados Unidos y los movimientos en los mercados financieros que esto había seguido provocando, entre ellos las alzas de las tasas de interés de largo plazo y la apreciación del dólar. Además, se refirieron a la desaceleración de la economía china y la reducción de sus proyecciones de crecimiento, lo que estaba impactando en el precio del cobre. Varios Consejeros comentaron acerca de las consecuencias de estas noticias sobre las condiciones de financiamiento externo para Chile. Un Consejero dio cuenta del incremento de las tasas de interés de largo plazo en dólares y el aumento en menor magnitud de los *spreads* soberanos, pero señaló que el acceso al financiamiento aún seguía en condiciones favorables a pesar de que las emisiones de deuda en el exterior habían disminuido.

En opinión de un Consejero, aunque el escenario externo había experimentado un deterioro en el margen, los riesgos negativos se habían acentuado de manera importante. Ello, pues si bien la recuperación de Estados Unidos era una noticia positiva, el aumento de los costos de financiamiento que ello conllevaba no eran buenas nuevas para algunas economías de la periferia europea o de América Latina con necesidades de financiamiento externo relevantes. También, porque existía la posibilidad de que la desaceleración de China fuera más abrupta o duradera, especialmente considerando las noticias provenientes de su sistema financiero. Finalmente, otro factor de riesgo correspondía a la evolución política en Egipto por sus implicancias para el precio del petróleo y porque no estaba claro si esta situación se disiparía en el futuro cercano.

En cuanto a la evolución de la economía local, todos los Consejeros dieron cuenta de la desaceleración de la actividad y la demanda. Respecto de esta última, resaltaron que seguía siendo más evidente en la inversión, mientras que para el consumo había indicadores que seguían manteniendo dinamismo.

Un Consejero planteó que el dinamismo del consumo se sustentaba en el elevado crecimiento de la masa salarial y en expectativas de los hogares que, pese a la baja

reciente, seguían en niveles optimistas. Sin embargo, varios Consejeros indicaron que, en todo caso, diversos indicadores anticipaban una desaceleración en adelante, como era el caso de las expectativas empresariales y de consumidores —que en ocasiones anteriores se había anticipado a los cambios de tendencia en el consumo privado, de acuerdo con un Consejero— y algunos indicadores de condiciones de crédito. Respecto de esto último, un Consejero señaló que el crédito evolucionaba con moderación y seguía mostrando desaceleración en varios de sus componentes, pero de todas formas era claro que el crédito no estaba ejerciendo un estímulo especial sobre el consumo.

Respecto de la inflación, todos los Consejeros comentaron que, de acuerdo con lo anticipado, estaba en un proceso de normalización, acercándose al rango de tolerancia, mientras las expectativas en el horizonte de política se mantenían cerca de 3%.

En cuanto a la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en señalar que la mejor opción era la de mantener la TPM en 5,0% y varios dieron cuenta de la necesidad de hacer referencia en el Comunicado a un sesgo a la baja en el futuro próximo.

A juicio de un Consejero, ambas opciones planteadas por la División Estudios cobraban validez, las que eran coherentes con un ajuste acotado de la TPM en el segundo semestre de este año. La opción de bajar se basaba en el conjunto de antecedentes que apuntaban a una consolidación de la desaceleración tanto de la actividad como de la demanda. Si bien esta era menos clara en los indicadores de consumo, en general, los antecedentes apuntaban a que algunos de sus determinantes debieran comenzar a ceder en los meses venideros. Por otro lado, mantener se justificaba en la medida que permitía juntar más información sobre este punto para dilucidar de mejor forma la velocidad a la cual la economía se estaba desacelerando. Prosiguió este Consejero señalando que el riesgo de llegar tarde era menor, pero que se iba conformando un escenario en que una baja acotada de la tasa —que era el escenario base del IPoM— se justificaba con más claridad, y el momento de su materialización no debía extenderse demasiado.

De acuerdo con un Consejero, la novedad estaba en que ambas opciones aparecían bastante equilibradas en cuanto a sustento y, por lo mismo, la decisión resultaba más compleja que la enfrentada en las últimas Reuniones. Por un lado, los antecedentes para apoyar un recorte habían adquirido mayor fuerza. Los riesgos externos, y en especial los relacionados con China se habían tornado más relevantes, particularmente para nuestra economía. El riesgo de un excesivo dinamismo del gasto o de una reversión de la desaceleración observada se había ido reduciendo y, unido a ello, el riesgo de actuar con tardanza había

comenzado a surgir y a adquirir relevancia. Todo ello apuntaba a recomendar que se procediera con prontitud. Por otro lado, los argumentos para esperar seguían siendo bastante sólidos. La evolución del consumo y la estrechez del mercado laboral recomendaban proceder con prudencia. El mercado había incorporado expectativas de ajuste en la política monetaria y, como resultado, los efectos que ello traería consigo ya habían comenzado a operar por lo menos en parte, lo que le restaba urgencia a la decisión que se debía adoptar. Las expectativas para esta Reunión apuntaban muy mayoritariamente a la mantención y una acción de política distinta tendría riesgos que no parecía prudente asumir. Sopesando todos los antecedentes, se inclinaba en el margen por la opción de mantener.

Un Consejero señaló que la depreciación del peso chileno había sido menor que la experimentada por las monedas de otras economías emergentes. Un aumento del tipo de cambio nominal podría traducirse ya sea en presiones inflacionarias o en un cambio de los precios relativos. Lo mejor era que los precios relativos respondieran con rapidez en términos reales, porque así los ajustes se concentraban menos en las cantidades. Sin embargo, prosiguió este Consejero, frente a un eventual aumento de los precios relativos en favor del tipo de cambio, tenía dudas de cuál sería la contrapartida, ya que los salarios habían mantenido un comportamiento muy dinámico y el alza del precio del petróleo también dificultaba encontrar esta contrapartida. En este contexto, finalizó este Consejero, le parecía que lo prudente era mantener la tasa en su nivel actual, a la espera de indicadores más ciertos de la desaceleración interna, para provocar el necesario y adecuado cambio en los precios relativos.

De acuerdo con un Consejero, mantener la tasa era coherente con una economía que aún exhibía dinamismo en diversas variables, como las ventas del comercio, el consumo y el mercado laboral. Bajar la tasa en 25 puntos base era coherente con un escenario externo más negativo, con una desaceleración de la actividad más pronunciada que la esperada, con la inflación y sus expectativas contenidas, y con la posibilidad que la desaceleración del gasto tomara una dinámica superior a la anticipada. De mantenerse las señales de desaceleración a las que se hacía mención en el Comunicado y la Minuta de la Reunión de Política Monetaria pasada, se tendría un impacto en la política monetaria.

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.