

Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 2013

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 201, celebrada el 13 de agosto 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.

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 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 Economista Senior doña Ivonne Vera Reichert; 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%.

En el plano externo, las condiciones financieras habían mejorado levemente. Las expectativas de crecimiento mundial se habían corregido algo a la baja, principalmente por menores perspectivas para las economías emergentes. Las perspectivas para las economías avanzadas seguían mostrando una recuperación lenta, y algunos indicadores recientes de actividad y comercio exterior de China habían sorprendido positivamente. El dólar se había depreciado levemente en los mercados internacionales y los precios de metales, incluyendo el cobre, habían experimentado un aumento relevante, mientras que los de alimentos habían mostrado un retroceso.

En el plano local, durante el segundo trimestre, la actividad económica y la demanda interna habían mantenido un ritmo de crecimiento moderado, algo inferior a lo proyectado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio, pero la demanda final continuaba mostrando dinamismo y creciendo más de lo anticipado. El empleo aumentaba en torno a 2% anual, aunque en el margen se había mantenido más estable y se había observado un menor crecimiento de los asalariados, compensado por un mayor crecimiento de los trabajadores por cuenta propia. La inflación de julio estuvo en línea con lo esperado y las expectativas inflacionarias no habían presentado cambios relevantes en el último mes, manteniéndose en torno a 3% anual en el horizonte de política. Los salarios nominales crecían entre 5,7 y 6,2% anual, dependiendo de la medida. El peso chileno había estado en un nivel similar al que se observaba en la Reunión anterior, aunque algo más depreciado respecto de los socios comerciales de Chile. Las expectativas de TPM en el horizonte de política monetaria se habían ajustado levemente a la baja y señalaban, según la medida, una reducción de entre 50 y 75 puntos base dentro del horizonte de política. Las tasas nominales de largo plazo se habían mantenido estables. Para esta Reunión, en particular, la mayoría de los encuestados anticipaba la mantención de la tasa de política monetaria.

En el ámbito externo, la mayor preocupación continuaba siendo la desaceleración de China, por su importancia para los mercados de materias primas. Los antecedentes más recientes sobre esta economía habían presentado una leve mejora, pero se mantenía una preocupación relevante respecto de la situación de su sistema financiero, lo que podría tener consecuencias más duraderas sobre el ritmo de crecimiento de esa economía.

Otra preocupación se refería a los impactos del retiro del programa de estímulo monetario en Estados Unidos. Las señales recientes habían confirmado que esta reducción probablemente comenzaría en los próximos meses, pero también una serie de mensajes, tanto de la Reserva Federal como de otros bancos centrales, indicaban que los ajustes futuros de política monetaria iban a ser graduales y condicionales al estado de la economía, lo cual acotaba su riesgo financiero. Las respuestas recientes de los mercados financieros habían estado en sintonía con estas señales.

Como se había indicado en Reuniones anteriores, la opción de recortar la tasa podría justificarse ante la evidencia de un menor crecimiento de los socios comerciales, menores términos de intercambio y condiciones de financiamiento externo algo más restrictivas. Asimismo, tanto a nivel internacional como en Chile, se había observado una maduración del ciclo de inversiones en la minería, lo que contribuiría a reducir las presiones de demanda sobre la capacidad instalada y el mercado laboral. En lo que iba del año, tanto la actividad como la demanda interna habían mostrado una trayectoria de desaceleración y los indicadores de expectativas de consumidores y empresas indicaban que esta trayectoria debería continuar en los próximos trimestres. El resto de los sectores del PIB estaba creciendo a una tasa menor que su tendencia, lo que estaba contribuyendo a reducir las presiones sobre la utilización de los recursos internos. La inflación había evolucionado en línea con lo proyectado en el último IPoM. Los indicadores de inflación subyacente continuaban por debajo de la meta y otros indicadores, como la inflación de servicios, salarios nominales y expectativas inflacionarias, habían mantenido una evolución coherente con esta. En este contexto, la reducción de la tasa de interés sería un movimiento apropiado para facilitar el ajuste de la economía nacional y mantener la inflación alineada con la meta.

Por su parte, la opción de mantener la TPM podría justificarse en que las condiciones en el mercado laboral aún eran estrechas y que el uso de la capacidad instalada todavía era alto. La desaceleración de la actividad era suave y la demanda final continuaba mostrando un dinamismo relevante, sustentado por fundamentos especialmente del consumo privado que aún eran sólidos. La acumulación de mayor información permitiría dilucidar hasta qué punto las tendencias recientes de desaceleración eran sostenibles y se profundizaban, como estaba implícito en las proyecciones del último IPoM. Esta opción coincidía con la expectativa de consenso en el mercado para esta Reunión, por lo que no tendría mayores efectos sobre la curva de tasas.

3. Decisión de política monetaria

En el ámbito internacional, todos los Consejeros coincidieron en señalar que, en términos generales, los eventos recientes estaban en línea con lo planteado en el IPoM de junio. Todos destacaron las mejores cifras en el mundo desarrollado, y que las emergentes se encontraban en un proceso de ajuste, con un mayor deterioro. De todos modos, el proceso de recuperación en el mundo desarrollado seguía evidenciándose mayormente en Estados Unidos. Para algunos Consejeros, las mejores cifras en la Eurozona eran señal de que la recesión en la región estaría tocando fondo, pero que un repunte firme aún estaba lejos, especialmente considerando los riesgos importantes que existían en cuanto a su programa de ajuste fiscal. Otro Consejero estimaba que, en lo fundamental, la Eurozona seguía sumida en un largo estancamiento.

La mayor estabilidad en los mercados financieros internacionales en el último mes también fue destacada por varios Consejeros. Uno de ellos indicó que, de todos modos, seguía la atención sobre los efectos e implicancias que el retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos podría tener. Un Consejero añadió que el anuncio que se esperaba hiciera la Reserva Federal próximamente podría tener efectos adicionales sobre las economías emergentes y sus monedas, agregándose a los que ya habían tenido las primeras señales respecto de tal anuncio. Otro Consejero manifestó que, a pesar de la moderación de los premios por riesgo soberanos el último mes, el aumento de las tasas de interés de largo plazo se había consolidado en Estados Unidos, anticipando el comienzo del retiro de los estímulos monetarios en ese país.

Junto con el mayor deterioro de la actividad en las economías emergentes, un Consejero resaltó que el panorama externo era más complejo, ya que en algunas de ellas se habían sumado además problemas financieros —entre ellos Brasil, India y Turquía—. Otro Consejero indicó que en el caso de Brasil, el aumento de su premio por riesgo soberano por sobre el de economías comparables no solo señalaba la desaceleración de su economía, sino también un mayor riesgo en los mercados internacionales.

Para algunos Consejeros, las recientes cifras de China eran indicio de una mayor estabilidad en su tasa de crecimiento, lo que permitía evitar un ajuste disruptivo para el resto del mundo emergente y estabilizar los precios de las materias primas. Otro Consejero resaltó que aún permanecía la incertidumbre en cuanto al proceso de su desaceleración. Las dudas estaban muy relacionadas con la evolución de su sistema financiero y, especialmente, de la intermediación financiera no bancaria, que había crecido en forma desproporcionada en los últimos años. Con todo, la gran cantidad de reservas y la solvencia fiscal de dicho país eran mitigadores muy relevantes.

En cuanto a la evolución de la economía local, todos los Consejeros coincidieron en señalar que la actividad había seguido desacelerándose, pero que sin embargo, la demanda final lo estaba haciendo más lentamente de lo anticipado. De acuerdo con un Consejero, parte de esta sorpresa estaba influenciada posiblemente por eventos aislados.

Un Consejero resaltó la evolución del PIB de los sectores distintos de recursos naturales, que por segundo trimestre consecutivo crecía menos de 4%. Prosiguió este Consejero destacando que las cifras mes a mes muestran gran variación, por lo que no debiera sorprender una actividad en julio superior a la de los meses previos, tanto por los dos días hábiles más como por la baja base de comparación. En septiembre, se tendría un efecto inverso.

Respecto de la demanda interna, varios Consejeros destacaron el dinamismo que aún mantenía el consumo privado, lo que estaba relacionado en gran medida por lo que acontecía con el mercado laboral, en particular con una masa salarial que seguía creciendo a tasas relevantes. En todo caso, varios Consejeros indicaron que la desaceleración de los salarios reales llevaría a una expansión del consumo más moderada en lo venidero. Algunos Consejeros señalaron que no había signos de que el consumo estuviera siendo impulsado por una profundización del endeudamiento de los hogares. Con todo, un Consejero opinó que en la inversión había indicadores que apuntaban a una estabilización de la demanda interna, como eran las revisiones al alza en el catastro de proyectos de inversión para el 2014 en adelante y el leve repunte en el margen de las colocaciones.

En todo caso, en cuanto a las perspectivas para la actividad y la demanda interna, varios Consejeros consideraron que la baja en las encuestas de expectativas de consumidores y empresariales ayudaba a anticipar una moderación en lo venidero. Un Consejero indicó que si bien las velocidades a las cuales se producen estos ajustes eran muy difíciles de anticipar, el conjunto de antecedentes confirmaba que la economía chilena se encontraba en un proceso gradual y moderado de desaceleración, impulsado en parte por un menor dinamismo en la inversión. Las encuestas de percepciones de negocios, la evolución del crédito y la baja generalizada en la bolsa daban cuenta de que las perspectivas de crecimiento eran más acotadas hacia adelante y que las presiones inflacionarias debieran mantenerse moderadas. Un Consejero opinó que la desaceleración de la demanda interna proseguiría en adelante, lo que junto con el alza del tipo de cambio real, reduciría los riesgos de mediano plazo para variables como la cuenta corriente. En cuanto a la actividad, continuó, era posible que la mayor parte de la desaceleración esperada ya hubiera tenido lugar y que en lo que restaba del año se mantuvieran cifras de crecimiento similares a las observadas recientemente.

Todos los Consejeros coincidieron en señalar que la inflación proseguía con un proceso de normalización gradual y se situaba en el rango inferior del rango de tolerancia. Además acotaron que las expectativas de inflación se ubicaban en 3% en el horizonte de política. Algunos Consejeros plantearon que, en todo caso, la medida subyacente seguiría bajo 3% por un tiempo más prolongado.

Respecto de la política monetaria, todos los Consejeros señalaron que en esta ocasión no había antecedentes para innovar en la decisión ni en el tono del Comunicado.

En opinión de un Consejero, ambas opciones planteadas por la División de Estudios eran válidas, y que seguía siendo necesario un ajuste acotado de la TPM en la medida que se consolidaran algunas de las tendencias observadas. Mirando exclusivamente la trayectoria del PIB, se podría argumentar que ese ajuste en la TPM podría materializarse en esta Reunión, pero creía que los antecedentes por el lado de la demanda favorecían esperar. La desaceleración se observaba con menor claridad en los indicadores de consumo, aunque algunos de sus determinantes deberían comenzar a ceder, lo que justificaba recabar más información y, por tanto, mantener la TPM. En su opinión, los datos disponibles en esta ocasión sugerían que la opción de mantener seguía siendo más válida.

Un Consejero señaló que el mercado había asimilado bien las señales entregadas por el Banco Central y, coherente con ello, anticipaba recortes acotados en los próximos meses. Estimaba este Consejero que los antecedentes revisados conducían a reafirmar la orientación de la política monetaria esbozada en el último IPoM. No le parecía que ello estuviera en discusión a la luz de los antecedentes disponibles. El punto era si se debía proceder en esta oportunidad o si convenía más bien esperar. Se podía argumentar que la economía se desaceleraba gradualmente y que lo más probable era que continuara en dicha trayectoria, en parte por la maduración del ciclo interno y en parte por el debilitamiento del impulso externo. También se podía sostener que la TPM había permanecido en un nivel comparativamente alto y que la moderación del ciclo interno había generado espacio para un ajuste acotado de su nivel. Todo ello brindaba apoyo a la idea de recortar. Sin embargo, las cifras recientes volvían a reafirmar que el gasto, y particularmente el consumo, se ajustaban con bastante lentitud. En estas circunstancias, surgía la recomendación de seguir monitoreando su trayectoria antes de adoptar una acción de política. El mercado esperaba mayoritariamente una mantención, en parte porque compartía ese diagnóstico. Sorprenderlo en esta oportunidad no parecía lo más conveniente. Las señales entregadas en el último tiempo habían producido ya algunos efectos relevantes. Así, por razones de prudencia, se inclinaba finalmente por mantener.

Un Consejero señaló que las opciones presentadas por la División de Estudios eran las más razonables. En su opinión, mantener la tasa era coherente con una economía que en diversas variables aún exhibía dinamismo, como el consumo y el mercado laboral. Esto mismo permitía esperar para una mejor evaluación con respecto a la dinámica de la economía. Bajar la tasa en 25 puntos base era coherente con un escenario externo más complejo para nuestra economía, con una desaceleración importante de la actividad, con la inflación y sus expectativas contenidas, y con diversos indicadores, como expectativas de consumidores y empresas, que apuntaban a una desaceleración del consumo y la inversión en lo que restaba del año.

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.