

Reunión de Política Monetaria

ENERO 2014

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 206, celebrada el 16 de enero de 2014.

Asisten el Presidente don Rodrigo Vergara Montes y los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

Asisten también 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 Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente 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/}.

2. Opciones

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%.

En el ámbito externo, la información conocida desde la última Reunión era coherente con el escenario base del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre. El crecimiento de los socios comerciales chilenos continuaba algo por debajo de su promedio histórico, pero se seguía anticipando su recuperación gradual en los trimestres venideros. El precio del cobre continuaba en niveles históricamente altos, pero, como ya se había destacado, el ciclo global de inversiones en la minería mostraba un menor dinamismo. La Reserva Federal había comenzado a reducir sus compras de activos. Sin embargo, en la mayoría de las economías desarrolladas la inflación estaba por debajo de las respectivas metas, lo que anticipaba que el retiro de los estímulos monetarios vigentes en estas economías sería muy gradual. Desde mediados del 2013, las condiciones financieras para las economías emergentes permanecían en niveles más restrictivos que los de comienzos de ese año.

En relación con el comportamiento reciente de la inflación y sus implicancias para la política monetaria, más allá de algunos elementos puntuales relacionados con los alimentos perecibles y la energía, el reciente aumento del IPC reflejaba el impacto de la depreciación del peso. En una economía como la chilena, con tipo de cambio flexible y una alta participación de bienes importados en su canasta de consumo, era normal un aumento transitorio de los registros de inflación de corto plazo ante un escenario en que la demanda interna se debilitaba, las tasas de interés disminuían y la moneda se depreciaba. En todo caso, era importante vigilar que los efectos de segunda vuelta de estos *shocks* sobre otros precios, salarios y expectativas se mantuvieran acotados. En la coyuntura actual, no se detectaban efectos secundarios en las expectativas inflacionarias, los salarios nominales o la inflación de servicios. Asimismo, cabía esperar que estos efectos fueran acotados en la medida que los agentes percibían que las holguras en los mercados finales y de factores se estaban ampliando y no restringiendo.

Con respecto a las opciones para esta Reunión, la alternativa de recortar la TPM era coherente con lo planteado en el último IPoM. Por varios trimestres, la actividad económica y, en particular, la de los sectores distintos de recursos naturales, había venido creciendo por debajo de su tendencia. Ello restaba presión al uso de la capacidad instalada y, en algún plazo, también se reflejaría en un relajamiento de las condiciones en el mercado laboral. Los datos recientes mostraban que la desaceleración de la economía había continuado profundizándose y algunos indicadores vinculados a la inversión habían estado por debajo de lo esperado. De mantenerse, ello llevaría a corregir a la baja las proyecciones de actividad, y así las perspectivas respecto de las presiones inflacionarias de mediano plazo, requiriendo de un impulso monetario mayor al anticipado.

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

Sobre la opción de mantener la TPM, ella se podía justificar en que la desaceleración de la economía chilena había sido paulatina y que recientemente se habían realizado recortes de la TPM, que estaban operando y continuarían afectando gradualmente aquellos componentes de la demanda más sensibles al costo de financiamiento. El crédito continuaba fluyendo de forma normal hacia los hogares y empresas. A su vez, 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 de la economía. Si bien era evidente que el impulso de la inversión relacionada con minería se había reducido, otros componentes de la demanda podían continuar sustentando su crecimiento. La situación financiera de los consumidores era sana, sus ingresos laborales crecían en un rango similar al de trimestres previos y la confianza promedio seguía en el rango optimista. La situación de capacidad de las empresas era estrecha y en algunos sectores se anticipaba una recuperación de los inventarios.

En todo caso, mantener la TPM en esta Reunión era coherente con la posibilidad de agregar impulso monetario en un futuro cercano. En este sentido, la mantención permitiría acumular mayores antecedentes sobre la tendencia de los datos de actividad e inflación, el impacto de los recortes ya realizados y así calibrar de mejor forma los ajustes futuros de la política monetaria.

3. Decisión de política monetaria

En el escenario externo, todos los Consejeros destacaron que las novedades apuntaban a una consolidación de las mejores perspectivas en el mundo desarrollado, en especial en Estados Unidos. Coincidieron también en que el escenario para las emergentes era de un menor dinamismo, resaltando los riesgos en China. Como conclusión, el escenario global era similar o algo más benigno que el del último IPoM.

En el plano interno, todos los Consejeros destacaron el débil desempeño que estaba mostrando la inversión, sobre todo la relacionada con maquinaria y equipos. Un Consejero señaló que ello daba la impresión de ir más allá de lo que podría asociarse solo al debilitamiento en el ciclo de inversión minera y sus actividades asociadas. Todos los Consejeros resaltaron que el consumo privado, aunque se desaceleraba gradualmente, aún mostraba un buen desempeño. Algunos Consejeros advirtieron que la tendencia que mostraba la economía debía conducir a menores tasas de crecimiento del consumo.

Todos los Consejeros coincidieron en que en los últimos dos meses la actividad había mostrado un dinamismo menor que el anticipado, especialmente en los

componentes no ligados a recursos naturales. Asimismo, concordaron en que, por ahora, existía sustento para pensar que la actividad debería mantenerse relativamente dinámica en los próximos trimestres, pero claramente se había establecido un escenario con menores tasas de crecimiento. Un Consejero añadió que la desaceleración de la economía iba algo más rápida de que lo que anticipaba el IPoM, lo que se debería seguir observando. Agregó que el término del proceso de desacumulación de inventarios, la mayor demanda externa y la solidez del mercado laboral y del consumo deberían permitir crecimientos moderados, más allá de las volatilidades propias que se daban mes a mes.

En cuanto a la inflación, todos los Consejeros concordaron en que si bien en los últimos meses el incremento del IPC había sido algo mayor que lo proyectado, su comportamiento parecía coherente con el ajuste de precios derivado de la depreciación del peso. Además, indicaron que no se habían observado desviaciones de la inflación esperada respecto de la meta en el horizonte relevante. Un Consejero agregó que, en todo caso, lo que se había disipado completamente era la preocupación por una inflación excesivamente baja. Otro Consejero apuntó que si bien la inflación era el objetivo básico del Banco Central y, por lo tanto, debían monitorearse sus tendencias permanentemente, no parecía haber mayores riesgos a mediano plazo en esta materia. Por ello, era importante que el Banco Central, como había sido su política tradicional, no reaccionara o sobredimensionara datos que podían ser puntuales y que no marcaban tendencia. Un Consejero destacó que los antecedentes desde la última Reunión eran mixtos, en cuanto a enfatizar un dinamismo de la actividad algo menor y registros de inflación algo mayores. Sin embargo, sopesándolos, le parecía que las perspectivas indicaban que la inflación debería mantenerse bien comportada. Agregó que sí era importante mencionar que en los próximos meses los registros anuales podrían estar cerca del 4%, en el contexto de una actividad con un dinamismo acotado y con reducidas presiones de inflación externa.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que las opciones planteadas por la División Estudios eran las más plausibles. Un Consejero señaló que, con los últimos datos, la mayor preocupación parecía ser la intensidad de la desaceleración de la economía, por lo que era razonable anticipar que el próximo movimiento de la TPM sería a la baja. Sin embargo, le parecía prudente esperar algo más antes de moverse en esa dirección. Ello permitiría confirmar estas tendencias y evitar crear confusión respecto de un deterioro de las expectativas sobre la evolución futura de la economía.

Un Consejero señaló que los antecedentes y la evaluación de los riesgos de mediano plazo confirmaban que eran necesarios algunos ajustes adicionales y acotados de la TPM. Por lo tanto, la decisión de esta Reunión era más acerca

del momento adecuado para realizar este ajuste que sobre su necesidad. Añadió que realizar un recorte de la TPM en esta Reunión podría ser sorpresivo y dar la impresión de que se estaba ante un deterioro mayor al considerado en la actividad y en la demanda, lo que con los antecedentes conocidos no se justificaba. Por lo mismo, mantener la TPM en esta Reunión y anticipar un ajuste acotado era más coherente con el escenario previsto, y daba más espacio a la política monetaria pensando en los desafíos que podría enfrentar en los próximos trimestres.

Un Consejero indicó que concordaba con la visión de que el proceso de ajuste de la TPM no había concluido. Sin embargo, existían elementos que debían ser ponderados con atención al momento de tomar una decisión. En su opinión, en las circunstancias actuales, resultaba más conveniente mantener la TPM e introducir un señal en la orientación de la política monetaria. Ello entregaría señales más precisas sobre los próximos pasos y, además, permitiría un cierre ordenado de este ciclo de ajuste. Además, minimizaba riesgos y facilitaba la conducción de la política monetaria hacia adelante.

Un Consejero señaló que, en su opinión, no había una opción que se impusiera claramente sobre la otra. Por un lado, la opción de bajar la TPM era más coherente con una desaceleración algo más rápida que la estimada y con proyecciones más bajas para la primera parte de este año. Era también congruente con el escenario delineado en el IPoM. Sin embargo, el momento en que ello ocurriría no era claro y, de hecho, no se anticipaba que sucediera en esta Reunión. Por otro lado, la opción de mantener la TPM era más compatible con que no había un cambio mayor en las proyecciones del IPoM; con que el mercado laboral seguía sólido; y que el consumo, aunque desacelerándose, mantenía fuerza. También con que el crédito continuaba creciendo a tasas importantes. Añadió este Consejero que le parecía más plausible la opción de mantener la TPM e introducir una señal a la baja. La actividad estaba mostrando cifras menores que las esperadas, pero había elementos que deberían poner un freno a esa desaceleración. Además, un mes adicional daba tiempo para una mejor evaluación de los recientes datos de inflación, cuyo aumento si bien era puntual, tampoco podía garantizarse que continuara siendo así.

4. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Vergara y de los Consejeros señores Marshall, Claro y Vial, mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,50% anual.