

Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2014

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°211, celebrada el 12 de junio de 2014.

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

Asiste el Ministro de Hacienda, don Alberto Arenas de Mesa.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur 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 Claudio Raddatz Kiefer; el Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Miguel Fuentes Díaz; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Investigación Económica, don Diego Saravia Tamayo; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Gerente de Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Alfaro Arancibia; el Gerente de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Claudio Soto Gamboa; la Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia, doña Erika Arraño González; la Economista doña Natalia Gallardo Schnettler; y la Secretario General, doña Marly 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

Dados los antecedentes conocidos desde la última Reunión, la División Estudios presentó como opciones relevantes mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 4% o recortarla en 25 puntos base, a 3,75%.

Como en Reuniones anteriores, el escenario internacional no presentaba grandes cambios, salvo por la continuación de las mejoras en las condiciones financieras globales. Se mantenía la preocupación respecto del crecimiento económico y el sistema financiero en China.

En Chile, la actividad resto y la demanda final se expandían a un ritmo algo inferior al anticipado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo, lo que llevaba a corregir a la baja las proyecciones de crecimiento para el año en curso. Este ritmo de expansión, inferior a las estimaciones de crecimiento potencial, implicaba un menor uso de la capacidad instalada, lo que, a mediano plazo, reduciría las presiones inflacionarias internas. También implicaría una moderación relevante del déficit de la cuenta corriente esperado para este año. De todos modos, la estimación de las holguras disponibles, al igual que el crecimiento potencial, era imprecisa. Sin embargo, aun si se evaluaba que la tasa de crecimiento potencial era inferior a las estimaciones tradicionales, por ejemplo como consecuencia de la menor tasa de inversión, esto no modificaba el diagnóstico que en el margen la economía estaba acumulando holguras.

La inflación de mayo había sido acorde con lo esperado y las expectativas de corto plazo se habían corregido a la baja. Esto contrastaba con los meses previos, cuando se observaron sorpresas que, en lo principal, respondieron a los efectos directos e indirectos de la depreciación del peso. Al mismo tiempo, aquellos rubros más directamente vinculados a la evolución de las remuneraciones continuaban con un comportamiento inercial y la tasa de variación de los salarios nominales repuntaba en los últimos meses.

Las sorpresas acumuladas habían corregido al alza las proyecciones de inflación para el año, pero era importante señalar que las expectativas privadas apuntaban a una normalización de los registros en los próximos meses, mientras que a plazos mayores no se observaban cambios relevantes.

Con respecto a la opción de mantener la TPM, esta permitiría acumular mayores antecedentes sobre la persistencia de las sorpresas inflacionarias observadas en meses anteriores. Aunque en el escenario más probable el aumento de la inflación

anual por sobre 4% era transitorio, la sucesión de sorpresas al alza ameritaba algún grado de cautela en esta materia.

A su vez, la alternativa de recortar la TPM era coherente con la expectativa de que continuarán acumulándose holguras de capacidad en la economía, lo que a mediano plazo debería reducir las presiones inflacionarias. Este escenario requeriría un impulso monetario adicional para asegurar que la inflación permaneciera en torno a la meta en el horizonte de política.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros estuvieron de acuerdo en que el panorama internacional no mostraba mayores cambios. Así, se apreciaba una consolidación de la recuperación en el mundo desarrollado, junto con un mejoramiento en las condiciones financieras internacionales que se reflejaba, entre otros factores, en bajas en premios soberanos y bancarios, el repunte de las bolsas y los flujos de capital hacia economías emergentes. Algunos Consejeros indicaron que la velocidad e intensidad de algunos de estos movimientos no dejaba de sorprender y llamaba a cierta cautela. Un Consejero agregó que algunos elementos justificaban el mayor apetito internacional por riesgo, pero no era descartable que las señales de expansividad de la política monetaria en algunos países desarrollados también estuvieran contribuyendo en este resultado. Añadió que, desde un punto de vista conceptual, este era un tema interesante como dilema para la política monetaria, pero en términos prácticos era importante enfatizar la cautela con la que se debía tomar la permanencia de estas condiciones financieras externas tan favorables en los próximos meses.

En el ámbito interno, todos los Consejeros destacaron que se consolidaba un panorama de desaceleración de la economía que llevaría a un crecimiento menor que el previsto y que, además, se extendía ahora al consumo privado y a sectores asociados a él. Un Consejero señaló que, en este escenario, la factibilidad de una aceleración, incluso tenue, de la actividad en lo más próximo era muy baja, sobre todo si se consideraba que los indicadores de expectativas seguían cayendo.

Un Consejero añadió que lo relevante era la dinámica actual y esperada de la demanda interna y cómo ella afectaría la capacidad de las firmas para traspasar presiones de costos a los precios. Por el lado de la inversión, prosiguió, existen algunos elementos duraderos que explicaban su caída, como, por ejemplo, —y probablemente el más fundamental— la disminución del dinamismo de

la inversión ligada a minería y los sectores asociados. A su juicio, también podía estar reflejando ciertas limitaciones en la capacidad de oferta y/o la caída en los índices de confianza empresarial, factores que podrían revertirse a distintos plazos. Lo importante, a su juicio, era lo difícil que resultaba pensar que las atractivas condiciones de acceso al financiamiento vigentes estuvieran ejerciendo un freno en la dinámica de la inversión. Agregó este Consejero que la desaceleración del consumo, que aparentemente se derivaba de un menor dinamismo en el mercado laboral, sí podría generar claramente más brechas de capacidad hacia adelante que indujeran a una corrección más intensa de la inflación proyectada hacia el 2015. Por lo mismo, concluyó que este era un tema que debía ser mirado con atención, y que era clave realizar un juicio certero sobre la capacidad de crecimiento de la economía, de modo de asegurar que la política monetaria acompañara adecuadamente el ajuste cíclico que se enfrentaba.

Respecto del mercado laboral, todos los Consejeros coincidieron en que se apreciaban algunas señales de menor dinamismo, pese al mayor ritmo de incremento anual de los salarios nominales. Un Consejero indicó que el menor dinamismo del mercado laboral era incipiente y que, por el momento, se observaba un mayor efecto en la composición del empleo que en su crecimiento. Un Consejero añadió que si bien las cifras del mercado laboral todavía reflejaban holguras menores que las que se derivaban de la actividad, apuntaban en la misma dirección. Un Consejero señaló que el desempeño del empleo, controlando por el comportamiento de la ocupación por cuenta propia y considerando también lo que ocurría con las vacantes, revelaba que se estaban gestando holguras en el mercado laboral a una velocidad acorde con un debilitamiento cíclico que era significativo. Agregó este Consejero que la dinámica salarial agregada escondía grados relevantes de heterogeneidad sectorial.

En cuanto a los mercados financieros internos, un Consejero destacó que mientras el dinamismo del crédito de consumo continuaba, era llamativa la desaceleración de las colocaciones comerciales. Agregó que creía importante la distinción porque, si bien el consumo tenía grados importantes de inercia, la trayectoria de la masa salarial y el acceso al financiamiento entregaban sustento a una trayectoria decreciente, pero sostenida, del consumo. En cambio, concluyó, se apreciaban señales de mayor dificultad en la inversión. Un Consejero argumentó que no obstante el crecimiento del crédito se había moderado, especialmente en lo que respecta a las empresas, todavía mostraba tasas de expansión razonables para la actual etapa del ciclo. Además, las tasas de interés de largo plazo estaban en niveles muy bajos, incluso similares a los menores que se observaron en la recesión del 2009, y existía amplia liquidez.

Respecto de la inflación, todos los Consejeros destacaron que el registro de mayo había estado dentro de lo previsto, confirmando los patrones observados en los últimos meses en cuanto al impacto de la depreciación cambiaria en los precios. Un Consejero agregó que la presión de márgenes a la cual había estado sometido parte del sector corporativo también era un factor que había cooperado en la mayor inflación. Sin embargo, prosiguió, la desaceleración de la demanda debería contribuir a evitar mayores presiones inflacionarias hacia adelante, aunque era difícil anticipar la velocidad e intensidad de ese ajuste. Un Consejero indicó que la transitoriedad de los mayores registros de inflación era compartida por las expectativas de inflación de mercado, que se mantenían en torno a la meta en el horizonte de política. No obstante, añadió, el nivel alcanzado por la inflación anual ameritaba un adecuado seguimiento. Un Consejero mencionó que, con todo, la dinámica inflacionaria de los últimos meses había sido mayor que la esperada y si bien se estimaba transitoria, evidentemente preocupaba cuando el traspaso de la depreciación a precios parecía haber sido algo superior a lo previsto y cuando además se había extendido a numerosos bienes y servicios. Un Consejero manifestó que el traspaso del tipo de cambio a precios había sido mayor que el previsto, pero dentro de los rangos probables para este tipo de fenómenos, agregándose un grado acotado de inercia inflacionaria.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros concordaron en que las opciones propuestas eran las más adecuadas. Un Consejero indicó que, dado el escenario actual, se inclinaba por mantener la TPM al menos mientras no apareciera evidencia clara de que la inflación comenzaba a desacelerarse.

Un Consejero señaló que los actuales niveles de inflación daban cuenta de que las presiones inflacionarias habían sido importantes, pero al mismo tiempo creía que las perspectivas de desaceleración eran relevantes y seguían justificando no solo mantener la TPM en un terreno expansivo, sino que también anticipar que era posible un ajuste adicional de la política monetaria. Con todo, las condiciones en los mercados financieros y las perspectivas de inflación sugerían la conveniencia de mantener la TPM en esta oportunidad.

Un Consejero indicó que compartía la visión de que el ciclo de ajuste de la TPM no había concluido, por lo que podía requerirse de nuevos estímulos de política monetaria, sobre todo si la debilidad que se estaba observando persistía. De ahí, añadió, la opción de recortar la TPM le parecía perfectamente plausible. Sin embargo, continuó, era claro que los niveles de inflación anual que se estaban observando planteaban la necesidad de proceder con prudencia. Un recorte en esta Reunión, cuando se esperaba una mantención, podría interpretarse como

una cierta despreocupación por la dinámica inflacionaria de corto plazo. Por ello, creía que, en estas circunstancias, se debían evitar sorpresas que pudieran erosionar la confianza del mercado. Por lo demás, finalizó, la TPM se había recortado en 100 puntos base y había alcanzado un nivel más bien expansivo; las tasas en el mercado monetario habían reaccionado en la misma línea y las tasas de largo plazo habían alcanzado mínimos históricos. En esa perspectiva, no veía una urgencia extrema para mover la TPM en esta ocasión y le parecía perfectamente posible esperar.

Un Consejero señaló que, en esta oportunidad, la opción de mantener la TPM se imponía con claridad. No se podía dejar de lado que la TPM había bajado ya en 100 puntos base y que las tasas de largo plazo se mantenían en niveles particularmente bajos. Los costos de financiamiento estaban en niveles que no se habían visto en años e incluso en algunos casos eran mínimos históricos; las tasas para los créditos hipotecarios estaban cerca de sus mínimos; los *spreads* en las tasas cortas eran muy bajos y había amplia liquidez. Todo esto lo llevaba a concluir que la mayor expansividad de la política monetaria, junto con mejores condiciones de mercado, estaban produciendo un impulso relevante a la economía. Además, el panorama de inflación actual y previsto, junto con el riesgo de alguna sorpresa que pudiera llevarla por arriba de la cifra actual, llamaban a actuar con cautela. A su juicio, continuó, en las actuales condiciones de desaceleración de la economía, el riesgo inflacionario era bajo, pero no nulo. Ello, más el impulso monetario ya en operación, lo hacía creer que dar una señal de mayor relajamiento era contraproducente. En su opinión, en materia de inflación, las señales eran importantes. El Banco no podía arriesgarse a que las expectativas se desanclaran y debía dar un mensaje claro al respecto. Por el contrario, finalizó, una baja de tasas de interés en esta oportunidad podría entregar un mensaje equívoco.

En el voto de minoría, un Consejero estimó que la opción de recortar la TPM era la más acertada en esta oportunidad. Indicó que la suma de los antecedentes coyunturales pesaba de manera significativa en la construcción de las proyecciones de mediano plazo del IPoM, que mostraban un cuadro de desaceleración mayor y más prolongada que en el IPoM anterior, con caídas esperadas para la inversión y desaceleración significativa en la demanda interna para el 2014. Esto también tenía impacto en las cuentas externas, con un déficit en cuenta corriente que sería significativamente menor que lo proyectado previamente, producto de un mayor ahorro privado y de la contracción de la inversión. A su juicio, agregó, este panorama seguía indicando, al igual que en marzo, la necesidad de un impulso monetario mayor. En su opinión, los efectos

inflacionarios de la depreciación del peso, en presencia de una economía en proceso de desaceleración sobre el que todavía no había evidencia de que se estuviera deteniendo, eran transitorios, mientras que la generación de holguras generaba presiones desinflacionarias de mediano plazo. Por lo demás, los precios y expectativas de mercado también tenían implícita la pertinencia de acciones monetarias adicionales. En cuanto a la caída en el nivel de las tasas de interés y los *spreads*, apuntó que en la coyuntura actual ello era la reacción frente a una demanda débil y, por lo tanto, operaban meramente como un amortiguador y no como un impulso neto adicional al gasto agregado

4. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Vergara, del Vicepresidente señor Marshall y de los Consejeros señores Claro y Vial, mantener la tasa de interés de política monetaria en 4% anual. El Consejero señor García manifestó su decisión de reducirla en 25 puntos base, hasta 3,75%.