

Reunión de Política Monetaria

MAYO 2013

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°198, celebrada el 16 de mayo 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 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 Asesor del Ministro de Hacienda, don Rodrigo Cerda Norambuena; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista Senior doña Ivonne Vera Reichert; la Economista Senior doña Erika Arraño González; el Economista don Víctor Riquelme Peñaloza; el Periodista de la Gerencia Asesora de Comunicaciones don Juan Pablo Rioseco Quilodrán; 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

En esta ocasión, dados los antecedentes conocidos desde la última Reunión,

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

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, los antecedentes recientes no modificaban en forma significativa el escenario delineado en el Informe de Política Monetaria, IPoM, de marzo. Sin embargo, destacaba el retroceso que habían experimentado los precios de los metales, y en particular el del cobre, que había descendido por debajo del promedio proyectado para el año, junto a una revisión a la baja de las perspectivas para el crecimiento de China y otras economías emergentes.

En el plano local, los antecedentes recientes señalaban que la desaceleración de la actividad y la demanda interna durante el primer trimestre había sido algo más rápida de lo anticipado en el IPoM, mientras que la inflación había evolucionado por debajo de lo proyectado.

Con respecto a la decisión de política monetaria, la opción de recortar la tasa podría justificarse ante la continuación de los bajos registros de inflación y la reducción de las expectativas correspondientes, junto a evidencia de que ya se estaba materializando la desaceleración proyectada de la actividad y el gasto interno, así como también del crédito. Sin embargo, como se había señalado en ocasiones anteriores, el dinamismo acumulado por la actividad y el empleo, así como la estrecha situación de los mercados internos, llevaban a estimar que los bajos registros inflacionarios recientes eran transitorios y se normalizarían dentro del horizonte de política. Asimismo, la disminución reciente de las expectativas de inflación y precios financieros, en contraste con las encuestas, podría reflejar influencias de corto plazo por ajustes de portafolios y, por lo tanto, no necesariamente entregaban una señal sobre expectativas de precios. No obstante lo anterior, una continuación de estas tendencias o una profundización de las mismas podrían llevar a modificar este diagnóstico. Con respecto a la evolución de la actividad y la demanda, la desaceleración reciente era parte de un proceso de convergencia esperada hacia tasas de tendencia. Aunque esta desaceleración había sido algo más rápida de lo anticipado, los antecedentes disponibles eran parciales para sacar conclusiones sobre un cambio de tendencia en la velocidad de la economía; y, en todo caso, la situación de capacidad interna se mantenía estrecha como consecuencia del crecimiento acumulado anteriormente, tanto por la actividad como por el empleo. Este conjunto de consideraciones llevaba, en esta oportunidad, a mantener la tasa de política monetaria.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en señalar que en el plano internacional,

las noticias del mes configuraban un panorama de mejores perspectivas de crecimiento para Estados Unidos y Japón y que en la Eurozona todo apuntaba a que esta región seguía sumida en una recesión. En cuanto al mundo emergente, indicaron que las señales de desaceleración se estaban propagando hacia más economías, resaltando las cifras de China. En este sentido, algunos Consejeros manifestaron que si las tendencias de rebalanceo en el crecimiento se consolidaban, se reduciría la brecha entre las tasas de expansión del mundo desarrollado y el emergente.

Todos los Consejeros hicieron referencia a la caída de los precios de las materias primas, en especial el precio del cobre. Un Consejero estimó que el ciclo favorable de este metal podría estar llegando a su fin. Un Consejero consideró que la evolución de los precios de las materias primas podría estar reflejándose en monedas algo más depreciadas en América Latina.

En cuanto a los mercados financieros internacionales, un Consejero llamó la atención sobre las bajas de las primas de riesgo y la volatilidad, incluso en Europa, y las alzas de las bolsas, especialmente en Estados Unidos. En su opinión, la abundante liquidez internacional no estaba fluyendo hacia países emergentes aún, resaltando que en América Latina los flujos dirigidos a renta variable parecían disminuir, posiblemente desplazándose por un mayor atractivo de las acciones en países desarrollados.

Algunos Consejeros comentaron los anuncios de reducción de tasas de política monetaria en varios bancos centrales, destacando que algunos de ellos hacían alusión explícita a la evolución del tipo de cambio como parte de la justificación de tales decisiones.

Respecto de la economía chilena, todos los Consejeros coincidieron en que la actividad y la demanda interna se habían desacelerado más allá de lo anticipado los primeros meses del año. En todo caso, resaltaron que las señales de desaceleración eran más marcadas en los indicadores de inversión, los que de acuerdo con un Consejero, eran siempre más sensibles al ciclo. Algunos Consejeros destacaron que el consumo de bienes no mostraba aún señales de desaceleración, existiendo incluso el riesgo de una nueva reacceleración sustentada en mejores índices de confianza, aumentos sostenidos de los salarios reales e incluso alguna evidencia parcial de un mayor crecimiento de los créditos bancarios de consumo. Un Consejero planteó que si bien la demanda interna se desaceleraba, su ajuste era menor que el del PIB, por lo que la brecha entre ambos se seguía ampliando, lo que se debería traducir en un mayor déficit de cuenta corriente a precios de tendencia. Varios Consejeros destacaron el menor crecimiento de los sectores distintos a recursos naturales.

Un Consejero resaltó que era natural tener dudas sobre cuán permanentes eran las tendencias observadas últimamente. Todavía había variables que iban en la dirección opuesta a la de la desaceleración, como las expectativas de los consumidores y la estrechez del mercado laboral. Esto mismo llevaba a pensar que sería prudente esperar para tener más información, lo que no implicaba reaccionar a datos puntuales. En todo caso, finalizó, no sería razonable esperar a tener certeza absoluta y la política monetaria, por definición, actúa en escenarios con riesgo.

Más allá de la volatilidad de muchas de las medidas de actividad, demanda e inflación, un Consejero creía que la evidencia apuntaba a que el *peak* cíclico de la economía chilena podría haber pasado. De acuerdo con algunos Consejeros, la economía chilena estaba transitando hacia un dinamismo menor y más acorde con las tendencias de largo plazo. En este sentido, el escenario base planteado en el IPoM confirmaba su validez, aunque se debía mirar con detalle hacia adelante la fuerza y sostenibilidad de los ajustes que se estaban produciendo, porque los indicadores podían estar afectados en alguna medida por factores transitorios. Un Consejero planteó que, en todo caso, el riesgo de un excesivo dinamismo de la demanda interna se había reducido.

Algunos Consejeros resaltaron el aumento de las emisiones de bonos corporativos en el extranjero, lo que parecía responder al aprovechamiento de las buenas condiciones financieras prevalecientes en el exterior. Algunos Consejeros comentaron que el crédito seguía creciendo moderadamente y, de acuerdo con un Consejero, seguía marcado por la prudencia de oferentes y demandantes.

Todos los Consejeros destacaron los bajos registros de inflación y que las expectativas de inflación apuntaban a que su normalización hacia 3% tomaría un tiempo prolongado. Este diagnóstico, de acuerdo con un Consejero, era independiente de la discusión metodológica sobre el cálculo del IPC. Algunos Consejeros señalaron, en todo caso, que las expectativas de inflación permanecían en torno a 3% en el horizonte de dos años. Un Consejero acotó que las expectativas para dos años derivadas de los precios de los activos estaban por debajo de la meta, lo que implicaba tasas de interés reales más altas y un aumento indeseado del grado de restricción de la política monetaria.

En cuanto a la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en expresar que si bien los antecedentes recabados justificaban analizar la opción de recortar la TPM en 25 pb, en esta ocasión la mejor decisión era mantenerla en 5,0%.

En opinión de un Consejero, a la luz de los datos de inflación parecía razonable

plantearse la opción de bajar la TPM; sin embargo, señaló, aún era muy arriesgado moverse en esa dirección, pues los componentes más estables de la demanda interna no mostraban señales claras de desaceleración e incluso existía el riesgo de una posible aceleración.

Un Consejero argumentó que faltaba consolidar algunos elementos de la desaceleración y que se debía profundizar la convicción de que otros elementos de riesgo enfatizados en este ciclo —como, por ejemplo, los desarrollos en el sector inmobiliario— iban en retirada. En su opinión, existía evidencia de que ello era así, pero todavía podía ser prematuro iniciar un ciclo de baja de tasas sin una convicción más global de que este fenómeno estaba sucediendo. En particular, prosiguió, porque el mercado esperaba mayoritariamente una mantención de tasa en esta oportunidad, lo que haría más difícil explicar un movimiento a la baja. Sin embargo, concluyó, evidentemente en las próximas Reuniones esta opción se debería evaluar con más claridad.

Un Consejero indicó que por sí solo, el hecho de considerar la opción de rebajar la TPM entregaba una señal al mercado. Sin embargo, estimó que aún no era tiempo para adoptar acciones. En su opinión, para ajustar la TPM se requería mayor certeza sobre la evolución de la actividad y la demanda. Por el momento, lo recomendable era esperar y acumular mayores antecedentes. En todo caso, finalizó, si las tendencias observadas se confirmaban en los próximos meses, la reacción de política no debería tardar mucho.

Un Consejero manifestó que en el plano local no se tenía certeza si la moderación del gasto interno era puramente transitoria o era algo más permanente. Si bien las expectativas de inversión mostraban algún grado de desaceleración, los indicadores de consumo anticipaban un crecimiento del gasto de las familias hacia adelante. En este contexto, señaló, era prematuro adelantar una desaceleración de la demanda interna considerando que ya varias veces se había tenido situaciones de algunos indicadores de corto plazo consistentes con una desaceleración, pero que después se revertían. Esto se daba además en un panorama en que se cumpliría un año consecutivo con registros de inflación anual del IPC por debajo de 3%, lo que hacía difícil pensar que se trataba de una casualidad de acontecimientos sucesivos de corto plazo, sino que tenía elementos sistemáticos. Prosiguió este Consejero destacando que externamente, varios bancos centrales habían reducido sus tasas de interés. Le llamaba la atención que algunos de ellos justificaran sus decisiones en el desalineamiento de su tipo de cambio y que, probablemente, otros bancos centrales con metas de inflación también habían bajado sus TPM en parte motivados por este factor, sin decirlo explícitamente. En este sentido, reiteró que en Chile no había antecedentes suficientes respecto del ciclo económico, y menos aún del ciclo de gasto, para

adelantar una eventual reducción de tasas de interés, y que más bien esta podría justificarse hoy por un problema de precios relativos. Al respecto, sería muy importante tener más antecedentes respecto de la evolución futura del gasto de las familias, de las empresas y del sector público, elementos que habría que seguir monitoreando.

De acuerdo con un Consejero, bajar la tasa en 25pb se condecía con un escenario externo que seguía complicado e internamente, con una muy baja inflación y expectativas de inflación, y con una actividad y demanda desacelerándose. Mantener la TPM era más consistente con el dinamismo que aún mantenía la demanda, especialmente el consumo, y en particular con el riesgo de que la desaceleración reciente —tanto de la actividad como del gasto— fueran transitorios y se viera un rebote en el corto plazo. Un cambio en el diagnóstico tenía costos que era mejor reducir, aunque nunca podrían ser evitados del todo, porque la probabilidad de cambios de diagnóstico siempre estaba presente en las decisiones de política monetaria. Además, la mantención era coherente con el diagnóstico que la inflación estaba transitoriamente por debajo de la meta y que iría retornando gradualmente a ella.

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.