

Reunión de Política Monetaria

MARZO 2014

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°208, celebrada el 13 de marzo 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 Subrogante, don Pablo Mattar Oyarzún; 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 Interino, don Miguel Fuentes Díaz; 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 Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Claudio Soto Gamboa; el Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia, doña Erika Arraño González; la Economista Senior, doña Ivonne Vera Reichert; la Economista, doña Natalia Gallardo Schnettler; y la Secretario General, doña Marllys 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 4,25% o recortarla en 25 puntos base (pb), a 4%.

El panorama internacional era similar al analizado en la Reunión previa, salvo por una mayor preocupación respecto de la evolución del crecimiento en China, lo que había impactado negativamente el precio del cobre. Otros antecedentes confirmaban un escenario de recuperación paulatina del crecimiento de las economías desarrolladas y un retiro gradual del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal.

Los antecedentes internos confirmaban que la actividad y la demanda final crecían menos que lo proyectado en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). Las sorpresas negativas del último mes se habían vinculado a la producción minera y a sectores relacionados con la inversión. Asimismo, se observaban síntomas de desaceleración del consumo, especialmente de sus componentes durables, lo que estaba en línea con un comportamiento menos dinámico de sus fundamentos y un deterioro en los índices de confianza de los consumidores. En las próximas semanas se revisarían las proyecciones del IPoM, pero los antecedentes acumulados a la fecha apuntaban a una corrección a la baja del crecimiento proyectado para el 2014 y, en consecuencia, un menor grado de utilización de los recursos internos. La tasa de desempleo, sin embargo, permanecía en niveles bajos en términos históricos.

La inflación había sorprendido al alza en febrero, sorpresa que reflejaba, en lo grueso, el impacto de la depreciación del peso y el aumento en los precios de los combustibles. Además, el mayor precio internacional de los alimentos y la reciente depreciación del peso habían llevado a revisar al alza las proyecciones de inflación para los próximos meses. Sin embargo, las mayores holguras de capacidad podían reducir las presiones inflacionarias internas a mediano plazo y amortiguar el traspaso de los *shocks* recientes. Así, pese a las sorpresas recientes, las expectativas en los plazos relevantes para la política monetaria se mantenían en torno a 3% anual.

La opción de mantener la TPM se podría justificar en que la tasa ya se había recortado en 75pb en meses recientes, que el crédito interno continuaba fluyendo de forma normal hacia los hogares y empresas, que las tasas de corto y largo plazo habían disminuido y que el peso se había depreciado en términos reales, ubicándose por encima de sus promedios históricos. Al mismo tiempo, la inflación se encontraba en torno a 3%. Mantener la tasa, sin

descartar la posibilidad de realizar ajustes más adelante, permitiría acumular más antecedentes sobre la evolución efectiva de la economía, el efecto de los recortes ya realizados y el impacto inflacionario de los *shocks* recientes. Cabía señalar, sin embargo, que esta decisión sería una sorpresa, pues las expectativas esperaban mayoritariamente una rebaja de la TPM en esta Reunión, por lo que podría modificar la percepción sobre la trayectoria futura de la política monetaria.

La alternativa de recortar la TPM era coherente con la percepción de que la sorpresa negativa en la actividad y la demanda final podría ser más duradera, mientras que la reciente sorpresa de inflación era transitoria. Esto podría hacer necesario agregar un impulso monetario adicional al que se tenía contemplado en diciembre, de modo de asegurar que la inflación permaneciera en torno a la meta en el horizonte de política. Esto, sin embargo, dependería del comportamiento efectivo de la inflación y la evaluación de sus perspectivas de mediano plazo. Aunque la evolución reciente de los registros de inflación era coherente con un ajuste normal y transitorio frente a la depreciación del peso, era importante vigilar que sus efectos de segunda vuelta sobre otros precios, salarios nominales y expectativas permanecieran acotados y coherentes con la meta.

3. Decisión de política monetaria

En el plano externo, todos los Consejeros destacaron que las economías desarrolladas seguían en un proceso de recuperación gradual, cuyas perspectivas habían mejorado en los últimos meses, mientras que en las emergentes el panorama se había vuelto a deteriorar. Las noticias provenientes de China habían confirmado las vulnerabilidades de su sistema financiero, sin embargo la atención mayor se centró en el impacto que esto estaba generando en el precio de las materias primas, en particular del cobre, y sus efectos sobre los términos de intercambio de las economías emergentes. Un Consejero señaló que si bien la temporalidad o la permanencia de este ajuste era incierta, parecía que los precios se estaban corrigiendo hacia niveles más de largo plazo. Además, resaltó que, a pesar de la mayor preocupación por China en los últimos meses, sus perspectivas de crecimiento no habían tenido grandes cambios.

Respecto del mayor riesgo en el mundo emergente, un Consejero agregó que la crisis en Ucrania había añadido una dimensión inesperada, en una región especialmente sensible por sus implicancias geopolíticas y su eventual impacto en el mercado de la energía y los alimentos. Señaló que para las economías de América Latina se estaba presentando un nuevo desafío, especialmente para su política monetaria, considerando que sus monedas se estaban depreciando, la inflación aumentando y donde los déficit de cuenta corriente eran relativamente elevados.

En el plano interno, todos los Consejeros destacaron las sorpresas en los datos de actividad e inflación. Un Consejero resaltó que el bajo registro de actividad consolidaba la visión que el proceso de desaceleración había sido más fuerte que lo previsto, lo que permitía anticipar que la economía estaba transitando hacia tasas de crecimiento menores que las consideradas anteriormente. Sin embargo, agregó que otros antecedentes, como el estado del mercado laboral, algunos indicadores de crédito y algunas series de expectativas, todavía mostraban condiciones en rangos normales y daban cuenta de una economía que, en lo grueso, estaba funcionando cerca de su plena capacidad. Con todo, concluyó, el elemento fundamental era que las menores expectativas de actividad debieran permitir menores presiones inflacionarias.

Algunos Consejeros indicaron que la sorpresa en la inflación de febrero hacía notar el efecto de la depreciación del peso y las presiones en los márgenes que con ella se habían acumulado. Agregaron que el alza del tipo de cambio real había sido importante en los últimos meses y, en la medida que tuviera un componente permanente importante, haría que en lo venidero la inflación anual se ubicara transitoriamente en la parte alta del rango meta. Con todo, concluyeron, dada la magnitud del ajuste cambiario observado, sus efectos e implicancias debían ser procesados con particular atención.

Un Consejero destacó que la consolidación de un escenario de menos crecimiento y más inflación podría ser visto como un dilema para la política monetaria. Sin embargo, agregó, a su juicio no parecía probable que ello sucediera. Por una parte, había elementos que hacían pensar en una recuperación, aunque moderada, de la actividad en la segunda parte del año, tales como una mayor expansividad de las políticas monetaria y fiscal, las bajas bases de comparación, la recuperación en Estados Unidos y un tipo de cambio real que, aunque con rezagos, debería incentivar el sector transable. Por otra parte, en un escenario de mayores holguras de capacidad era dable esperar menores presiones inflacionarias. A ello se sumaba una inflación internacional particularmente baja en el mundo desarrollado. En todo caso, agregó este Consejero, era evidente que los riesgos se habían acrecentado en ambas dimensiones. Un mayor deterioro en las condiciones en China o un menor repunte que el esperado en la inversión podría retrasar el proceso de recuperación interna, lo que llevaría a mayores holguras y a menores presiones inflacionarias, con la implicancia de una mayor expansividad de la política monetaria. Por otra parte, en materia inflacionaria los principales riesgos eran los efectos de segunda vuelta de la depreciación, que era algo que debía revisarse de forma permanente para evitar sorpresas.

Todos los Consejeros resaltaron la depreciación del peso. Un Consejero se refirió a los factores que explicaban que la pérdida de valor del peso fuese mayor que

la de otras economías. Por un lado, indicó que la depreciación observada en los últimos meses había coincidido con una estabilidad y tendencia a la baja en las tasas de interés internas, lo que era un ajuste en parte inducido por las decisiones de política monetaria propias y daban cuenta de la fortaleza del marco de política actual en Chile. Por otro lado, destacó también que parte de esta depreciación había estado relacionada con cambios en las tasas externas y las primas por riesgo. Sin embargo, en lo más reciente, este último elemento no había estado presente, lo que sugería que factores reales, como por ejemplo la caída del precio del cobre, estaban siendo determinantes en la trayectoria cambiaria. Por ello, y aún con algún eventual grado de sobre-reacción cambiaria, creía que se había ido consolidando la visión de que se requería un ajuste más permanente del tipo de cambio real.

Un Consejero resaltó que ante los cambios en el escenario macroeconómico era esperable que el Banco Central actuara de manera de preservar la estabilidad de precios dentro del marco del esquema de metas de inflación. En ese entendido, perspectivas de crecimiento más acotadas eran congruentes con una depreciación real del peso y expectativas de un relajamiento monetario adicional. A su juicio, la razón por la cual las expectativas de inflación se mantenían en torno a la meta era justamente porque las menores presiones inflacionarias de mediano plazo, por las mayores holguras, se compensarían con los efectos del debilitamiento del peso. Por ello, le parecía destacable que las expectativas privadas y el mercado monetario hubiesen evolucionado en esta dirección, a diferencia de muchas otras economías emergentes que, por distintas razones, no podían combinar la depreciación de sus monedas con tasas de interés más bajas.

Respecto de la decisión de política monetaria, varios Consejeros coincidieron en que la opción de reducir la TPM se imponía con claridad a la de mantener. Un Consejero señaló que, a su juicio, la única opción relevante para esta Reunión era reducir la TPM en 25pb. Un Consejero indicó que ambas opciones eran válidas y presentaban riesgos. Mantener la TPM para acumular nueva evidencia tenía el riesgo de llegar demasiado tarde para prevenir una desaceleración más allá de lo deseado. Bajarla podía inducir nuevas depreciaciones, pudiendo afectar las expectativas de inflación en el horizonte relevante de política monetaria.

Sobre los movimientos futuros de la TPM, un Consejero indicó que sería necesario sopesar en forma cuantitativa la magnitud esperada y los efectos en los precios de las holguras de capacidad que se estaban generando, así como de los movimientos del tipo de cambio. En lo concreto, era relevante evaluar las condiciones y características de un eventual repunte cíclico hacia el segundo semestre de este año, que sería determinante para limitar la magnitud de holguras y para tener un adecuado diagnóstico de la persistencia de los recientes registros

inflacionarios. Finalizó indicando que aunque, a su juicio, era probable que fuera necesario continuar reduciendo la TPM, aún era prematuro prejuzgar la magnitud y temporalidad de dichas acciones.

Un Consejero manifestó que no era descartable que el proceso de reducción de la TPM continuara en adelante, pero los antecedentes actuales y una razonable prudencia justificaban indicar cierta estabilidad en la trayectoria de tasas, enfatizando que los movimientos futuros, sin descartarse algún ajuste adicional, dependerían de las condiciones macroeconómicas que se visualizaran.

Un Consejero estimó que los próximos pasos requerirían de una evaluación cuidadosa. La tensión entre cifras de actividad débiles y de inflación más altas podía plantear dilemas complejos, lo que requeriría prudencia y una buena comunicación del diagnóstico que justificaba las acciones del Banco. A su juicio, con el nuevo recorte, la TPM se ubicaba en un nivel razonable dadas las condiciones prevalecientes y facilitaba la toma de decisiones. Esto, porque restaba urgencia y permitía graduar adecuadamente las acciones de política.

Un Consejero indicó que tanto por los riesgos presentes como porque ya se habían completado 100 puntos base de reducción en seis meses, se debían dejar más abiertas las opciones para la conducción de la política monetaria. Así, aunque no podía descartar que fuera necesaria una mayor expansividad de la política monetaria, también era cierto que el Consejo podría requerir más tiempo para evaluar el efecto en las perspectivas de inflación tanto de sus propias decisiones como de otros acontecimientos.

4. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Vergara, del Vicepresidente señor Marshall y de los Consejeros señores Claro, Vial y García, reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, ubicándola en 4% anual.