

Reunión de Política Monetaria

ABRIL 2014

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°209, celebrada el 17 de abril 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 Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; 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; la Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia, doña Erika Arraño González; la Economista doña Natalia Gallardo Schnettler; 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

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 (pb), a 3,75%.

El panorama internacional era similar al analizado en la última Reunión y al contenido en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo, salvo por mejores condiciones financieras globales. Continuaba la preocupación respecto del crecimiento económico y el sistema financiero en China.

Los antecedentes internos confirmaban que la actividad resto y la demanda final crecían a un ritmo moderado, relajando la intensidad de uso de la capacidad instalada y las presiones sobre el mercado laboral. La tasa de desempleo, sin embargo, seguía en niveles bajos en términos históricos. En marzo, la inflación había mostrado nuevamente una sorpresa al alza. En los últimos tres meses, el IPC y el IPCSAE acumulaban aumentos de 1,5 y 1,4 puntos porcentuales, respectivamente. Este comportamiento reflejaba, en lo grueso, el impacto de la depreciación del peso, así como las alzas en los precios internacionales de la energía y los alimentos. Las expectativas inflacionarias en los plazos relevantes para la política monetaria se mantenían en torno a 3% anual y se esperaba que las holguras de capacidad contribuirían a reducir las presiones inflacionarias internas a mediano plazo.

Mantener la TPM se podía justificar en que ya se había recortado en 100pb en los últimos meses, el crédito interno fluía normalmente, las tasas de interés de corto y largo plazo habían disminuido y el tipo de cambio real estaba por sobre sus promedios históricos, al mismo tiempo que la inflación se encontraba en torno a la meta de 3%. Mantener la TPM, sin descartar la posibilidad de reducciones más adelante, permitía acumular más antecedentes sobre el efecto de los ajustes ya realizados y la persistencia de las sorpresas inflacionarias de los últimos meses.

A su vez, recortar la TPM era coherente con la expectativa de que continuarían acumulándose holguras de capacidad en la economía, lo que a mediano plazo debería reducir las presiones inflacionarias. También con que el repunte reciente de los registros inflacionarios era transitorio, como consecuencia de la depreciación del peso y algunos factores puntuales, y las expectativas inflacionarias se mantenían en torno a 3%. Este escenario, como se había señalado en el último IPoM, podría requerir un impulso monetario adicional para asegurar que la inflación permaneciera en torno a la meta en el horizonte de política. Sin embargo, un recorte de la TPM en esta oportunidad sería sorpresivo,

especialmente considerando las novedades inflacionarias recientes. En todo caso, las expectativas de mercado, aun después de esta sorpresa, contemplaban nuevas reducciones de la TPM en el corto plazo.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que los antecedentes internos y externos acumulados en lo más reciente eran coherentes con el escenario base del IPoM de marzo.

En el plano internacional, varios Consejeros destacaron que se había ido confirmando una mayor estabilidad en las condiciones financieras que enfrentan los países emergentes. Sin perjuicio de ello, indicaron que, desde la perspectiva de Chile, los riesgos asociados a la evolución de China y de América Latina seguían revistiendo relevancia. También sobre los riesgos, un Consejero llamó la atención sobre la baja inflación en el mundo desarrollado y la posibilidad de que el Banco Central Europeo realizara algún estímulo adicional, a lo que se agregaba el valor del euro que, no obstante, era endógeno a la política monetaria. Algunos Consejeros resaltaron los riesgos asociados a los problemas geopolíticos, en particular con respecto a Ucrania.

En el ámbito interno, varios Consejeros indicaron que las cifras de actividad reafirmaban un panorama en que el crecimiento de los sectores más ligados a la demanda interna mostraban un bajo dinamismo. Un Consejero destacó que la economía crecía a un ritmo similar al proyectado, pero con un mayor protagonismo de las exportaciones, especialmente mineras, que compensaba una debilidad también algo mayor en la demanda interna. A su juicio, dado que se partía de una situación inicial de elevado déficit en cuenta corriente, al menos aquel medido a precios de tendencia, esto era un desarrollo positivo, ya que reducía la dependencia del financiamiento externo, en momentos en que se avizoraba un ajuste gradual en la liquidez global. Agregó que, por supuesto, si no se daba la recuperación esperada en la inversión en capital fijo en la segunda parte del año, esto podría llevar a una subutilización no deseada de los recursos del país, pero hasta el momento no había antecedentes firmes que contradijeran esa proyección.

En cuanto a la inflación, varios Consejeros destacaron la sorpresa de marzo. Un Consejero indicó que dada esta situación, el seguimiento de esta variable y sus tendencias ganaba en importancia. En su opinión, de especial relevancia era la identificación de posibles efectos de segunda vuelta en los salarios nominales. Si bien estos últimos también mostraban una leve aceleración en el margen, cabía esperar que dicha alza se revirtiera a medida que se hiciera más evidente una

mayor holgura en el mercado de trabajo. En todo caso, concluyó, era crucial hacer un buen seguimiento de estas variables en los próximos meses.

Varios Consejeros resaltaron que las expectativas de inflación a mediano plazo seguían centradas en 3%, sin mayor cambio respecto de lo observado en meses anteriores, pero sí se apreciaban novedades en las perspectivas de corto plazo, siendo esperable que se mantuvieran cercanas a la parte superior del rango de tolerancia por los próximos meses. En todo caso, creían que la suma de antecedentes no hacía variar la visión de que el hecho que la inflación se ubicaría más cercana a 4% en algunos meses sería un fenómeno transitorio y que hacia mediano plazo la debilidad de la actividad debería compensar los efectos de la depreciación del tipo de cambio real, pero, en todo caso, era un antecedente a tener en cuenta.

Un Consejero señaló que se asentaba un escenario de inflación alineado con la meta a mediano plazo, coherente con una situación donde las holguras de capacidad generadas tenían como contraparte una depreciación del peso y expectativas de tasas de interés más bajas. A su juicio, esta era la forma adecuada para enfrentar un escenario de crecimiento como el previsto en el IPoM de marzo. De hecho, que esto tuviese efectos en el corto plazo sobre los registros inflacionarios no debiese sorprender. Añadió que en situaciones parecidas, como entre los años 2000 y 2003, también se vieron incrementos transitorios en la inflación anual hasta o por encima de 4%, que no tuvieron efectos persistentes en las expectativas. Por otro lado, a diferencia del período 2007-2008, ahora estábamos en presencia de una economía interna con crecimiento en moderación, un entorno de inflación internacional muy reducida, y condiciones financieras externas que se están normalizando.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que las opciones planteadas por la División Estudios eran las adecuadas. Un Consejero destacó que lo primordial era que la discusión de opciones se enmarcara en el escenario base del IPoM, el que consideraba la posibilidad de reducciones adicionales. En este sentido, agregó que una mantención de la TPM se podía considerar en la medida que validara este sesgo expansivo, lo que además estaba anticipado de manera relativamente inminente en las expectativas. Por otro lado, una reducción de la TPM era apropiada si, junto con ello, lograba comunicarse que no era una desviación del escenario base del IPoM. En su opinión, la comunicación de lo segundo —una reducción de 25 puntos base junto con un mensaje que reducciones adicionales seguían siendo válidas— era más complejo que lo primero. Por ello, tendía a inclinarse por la opción de mantener la TPM y el mensaje de que se requerían recortes adicionales a futuro.

Un Consejero señaló que mantener la TPM en 4% era más coherente con el escenario actual, dado que ya se había agregado un estímulo monetario importante, al punto que el equivalente real de la TPM era cercano a cero en el corto plazo y a 1% en el horizonte relevante de política.

Un Consejero indicó que, en primer lugar, los antecedentes disponibles justificaban la decisión de haber bajado la TPM en 100 puntos base en los últimos meses; y, en segundo lugar, daban cuenta de que el nivel actual de la TPM no era muy distinto del que podría pensarse como adecuado. Esto, especialmente en un contexto donde las condiciones financieras eran normales, donde las tasas tanto en los mercados monetarios como de largo plazo se mantenían bajas, lo mismo que los *spreads* de crédito y deuda corporativa. En todo caso, sí era cierto e importante que algunas mayores señales de restrictividad se observaban en el otorgamiento de créditos en algunos segmentos. Por todo lo anterior, concluyó este Consejero, lo más razonable era mantener la TPM en 4% y dejar abierta la posibilidad de que un nuevo ajuste pueda ser requerido, decisión que iría tomando según las condiciones macroeconómicas que se observaran.

Un Consejero destacó que el proceso de ajuste de la TPM no había concluido. Los datos de actividad reafirmaban la conveniencia de un ajuste adicional, similar al descrito en el IPoM, lo que era además coincidente con las expectativas de mercado. Sin embargo, en su opinión, no existía una excesiva premura para actuar en esta Reunión. La TPM se había ajustado en forma importante y los próximos pasos necesariamente tendrían un sello de prudencia o cautela.

Un Consejero indicó que la opción de mantener era coherente con su nivel actual, que ya era expansivo; con una inflación algo mayor; con la tasa de desempleo que seguía baja; y con el crédito que fluía normalmente. Además, agregó, ello permitía analizar en más detalle los efectos de los movimientos de los últimos meses y evitar la toma de decisiones apresuradas. Por otro lado, prosiguió, bajar la TPM sería la continuación de lo que ya se había hecho, siendo coherente con un escenario de menor crecimiento y menores presiones sobre los precios. Sin embargo, aunque las expectativas a mediano plazo seguían en 3%, los mayores registros recientes de inflación y proyecciones algo más elevadas en el corto plazo llamaban a tener cautela y hacían más conveniente desechar la opción de reducir la TPM en esta oportunidad. En todo caso, concluyó, para ser plenamente coherentes con el diagnóstico y comunicación, era necesario mantener abierta la puerta a nuevos recortes a futuro.

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, mantener la tasa de interés de política monetaria en 4%.