Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2014

BANCO CENTRAL DE CHILE

MINUTA
REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°207, celebrada el 18 de febrero 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.

Asisten también el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali; el Gerente de División Estudios Subrogante, don Claudio Soto Gamboa; 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 Subrogante, don Francisco Ruiz Aburto; el Gerente de Análisis Internacional Subrogante, don Miguel Ricaurte Bermúdez; el Gerente de Investigación Económica, don Claudio Raddatz Kiefer; 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; 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]/.

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%.

[1]/ http://www.bcentral.cl/politicas/reuniones-politica-monetaria/index.htm

La información internacional conocida desde la última Reunión era coherente con el escenario base señalado en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). Una recuperación gradual del crecimiento de los socios comerciales, un lento retiro del estímulo monetario en las economías desarrolladas y condiciones financieras más restrictivas para las economías emergentes. Sin embargo, algunos de los riesgos identificados en el IPoM parecían haberse agudizado, como la posibilidad de un freno más intenso del crecimiento en China, mientras que otros parecían haberse moderado como los relacionados con la evolución de la Eurozona. Otro riesgo relevante era el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y sus consecuencias sobre los mercados financieros internacionales. Por el momento, no se observaban cambios en la trayectoria esperada de la tasa de la Reserva Federal, pero un punto a observar era la reciente caída del desempleo en Estados Unidos y sus implicancias respecto de las holguras existentes en dicha economía.

Por el lado interno, los datos mostraban que se había materializado un proceso de desaceleración de la actividad y la demanda más intenso que lo estimado en el IPoM. Esta desaceleración estaba liderada por la inversión, en tanto que el consumo privado se había mostrado resiliente en un contexto donde el mercado laboral permanecía estrecho. La inflación anotaba registros acotados a pesar de la importante depreciación del tipo de cambio, y las expectativas seguían en torno a la meta.

Con respecto a la opción de mantener la TPM, esta alternativa se podría justificar en que ya se habían realizado recortes de la tasa de interés, el crédito interno continuaba fluyendo de forma normal hacia los hogares y empresas, el peso se había depreciado en términos reales, ubicándose algo por encima de sus promedios históricos, y que la inflación se encontraba en torno a la meta. De este modo, una pausa podría permitir acumular más antecedentes sobre la trayectoria de la actividad y la demanda en el primer cuarto del año y dilucidar si la desaceleración del cuarto trimestre del 2013 había estado influida por algunos elementos puntuales, o reflejaba una trayectoria de crecimiento más lenta que lo anticipado.

La alternativa de reducir la TPM era coherente con lo planteado en el último IPoM. Por varios trimestres, la actividad y, en particular la de los sectores distintos a recursos naturales, había venido creciendo por debajo de su tendencia, lo que 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. Además, algunos indicadores vinculados a la inversión efectiva y sus perspectivas habían sido menores que lo esperado, lo que había llevado a corregir a la baja las proyecciones de corto plazo para la actividad y la demanda.

En relación con el comportamiento reciente de la inflación y sus implicancias para la política monetaria, más allá de algunos elementos puntuales relacionados con el precio de los combustibles, el aumento observado reciente reflejaba el impacto de la depreciación del peso sobre los precios de bienes importables, lo que era parte del proceso de ajuste. 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 de importancia y cabía esperar que se mantuvieran acotados en la medida que las holguras en los mercados finales y de factores continuaran.

3. Decisión de política monetaria

En el plano externo, varios Consejeros coincidieron en que a grandes rasgos los acontecimientos recientes iban en línea con el escenario base planteado en el IPoM. Todos los Consejeros concordaron en que el escenario para las economías emergentes era más complejo, en particular porque los riesgos relacionados con la fragilidad de algunas de ellas eran mayores. Mencionaron el caso de China, en particular por la estabilidad de su sistema financiero y la posibilidad de que problemas en él derivasen en un freno brusco del crédito y, con ello, del crecimiento de su economía. Un Consejero agregó su preocupación por la evolución del precio del cobre. Si bien este había fluctuado en una banda acotada en los últimos meses, habían existido algunas sorpresas difíciles de interpretar. Por ejemplo, aunque los inventarios caían en la Bolsa de Londres, habían aumentado fuertemente en Shanghái, coincidiendo con aumentos de las importaciones de cobre a China, que no parecían coherentes con los datos de actividad de ese país. Destacó además el panorama de tensiones políticas desbordadas en Ucrania y Venezuela.

También en el plano externo, un Consejero llamó la atención sobre la volatilidad de los mercados financieros y la valorización de las monedas. A su juicio, parecía responder a fluctuaciones en el apetito por riesgo de diferentes tipos de activos, lo que estaría relacionado con la vulnerabilidad de las distintas economías y su capacidad para realizar ajustes cambiarios como elemento estabilizador. Agregó que en muchos países emergentes la fuerte volatilidad cambiaria se observaba junto con alzas en sus tasas de interés a distintos plazos. En Chile, la desvalorización del peso había estado acompañada por estabilidad y, en algunos casos, caída, tanto de las tasas largas como de las tasas en los mercados monetarios a distintos plazos. Un Consejero destacó lo que había sucedido en economías como Brasil y Perú. Respecto de la primera, resaltó que pese a intervenir en el mercado cambiario no había podido evitar la depreciación de su moneda. Respecto de la segunda, enfatizó el hecho que las tasas de interés de largo plazo siguieran subiendo, a pesar de las bajas en su tasa de referencia. Todo esto, en su opinión, sugería que el entorno externo estaba poniendo nuevos límites a la política monetaria, lo cual debía ser seguido con cuidado para sacar lecciones apropiadas al caso chileno.

En el plano interno, todos los Consejeros resaltaron que las últimas cifras indicaban que la desaceleración de la economía había sido mayor que la prevista, con una sorpresa que se concentraba en la inversión y un consumo que se mantenía creciendo acorde con lo previsto. Un Consejero indicó que la sorpresa en las cifras de actividad y sus implicancias para las proyecciones no eran menores y, por lo tanto, eran un tema de alta relevancia en el escenario macro. Un Consejero señaló que la suma de los cambios era importante, pero creía que aún no había elementos que dieran cuenta de una desviación tan significativa. El mercado financiero se mantenía bien comportado, y los agregados de crédito mostraban una evolución similar a la de los últimos trimestres. En su opinión, ese era un elemento importante porque daba soporte a la idea de que había factores que sugerían que la desaceleración era gradual y no muy distinta de cómo se anticipaba hace unos trimestres. En todo caso, agregó, había algunos precios financieros, en particular la bolsa y las tasas de largo plazo, que sí podrían estar anticipando una desaceleración algo mayor. Con todo, concluyó, era un hecho que debía seguirse con cuidado.

Varios Consejeros señalaron que, hasta ahora, los efectos de la depreciación del tipo de cambio en la inflación parecían ser acotados. Señalaron que en la medida que la economía continuara a un ritmo relativamente lento de crecimiento, las expectativas de inflación se mantuvieran en línea con la meta y los salarios creciendo de forma moderada, no debería existir un traspaso mucho mayor del tipo de cambio a los precios. En todo caso, concordaron, los efectos de segunda vuelta de la depreciación era algo que debía revisarse de forma permanente para evitar sorpresas negativas.

Respecto de la decisión de política monetaria, un Consejero indicó que, aparte que el escenario del IPoM de diciembre tenía implícito un relajamiento monetario, el contexto macro había evolucionado desde esa fecha mostrando un escenario más complejo para las economías emergentes en su conjunto y por mayores antecedentes sobre la magnitud de la desacelaración de la inversión, en particular la asociada a la maduración del importante ciclo minero. Además, la decisión de la Reunión pasada había incluido un sesgo explícito y, a pesar de los vaivenes cambiarios, el mercado monetario había tomado nota de esta comunicación, indicando con bastante claridad una senda de dos o tres reducciones de la TPM en los próximos trimestres.

Añadió este Consejero que, por todo lo anterior, no se debiese considerar como relevante la opción de mantener la TPM en esta Reunión. A su juicio, hacerlo podría ser interpretado como una preocupación especial por los movimientos cambiarios, o como una incomodidad del Consejo respecto de las expectativas de relajamiento monetario en los próximos meses. Ambos aspectos serían contradictorios con el esquema de metas de inflación, donde un escenario macroeconómico más débil debiese tener asociadas una depreciación real del peso y tasas de interés más bajas, justamente lo que había estado ocurriendo. Aunque la opción más plausible era reducir la TPM en 25 puntos base, no descartó que pudiese considerarse la opción de una rebaja más agresiva sumada a un sesgo menos explícito.

Un Consejero indicó que creía que las opciones planteadas por la División Estudios eran las correctas. Si bien algunos de los antecedentes mencionados anteriormente podrían sugerir la conveniencia de esperar algo más para bajar la TPM, su decisión era reducirla en 25 puntos base en respuesta a las novedades respecto de la actividad local y, además, para ser coherentes con la comunicación de la Reunión previa.

Un Consejero señaló que todos los antecedentes reafirmaban la necesidad de hacer algún ajuste adicional en la política monetaria. A su juicio, la economía admitía una política monetaria algo más expansiva, especialmente cuando además de los cambios en el escenario macroeconómico se tomaba en cuenta la fortaleza que mostraban las expectativas de inflación en un contexto de fuerte ajuste cambiario.

Un Consejero planteó que la opción que surgía con bastante claridad era la de bajar la TPM en 25 puntos base. En su opinión, el proceso de ajuste no había concluido y existía espacio para recortar la tasa. Ello era coherente con la apreciación de que la TPM se encontraba en un nivel relativamente alto al momento de iniciar este proceso de ajuste y con la trayectoria que desde entonces había seguido la actividad. Por lo mismo, no veía razones poderosas para no reducir la TPM en esta Reunión.

Un Consejero indicó que las opciones planteadas eran las más razonables, pero que la opción de bajar se imponía claramente sobre la de mantener. Esta última opción era más coherente con un mercado laboral que seguía dinámico, con un crédito que crecía vigorosamente y con potenciales efectos de segunda vuelta de la depreciación cambiaria sobre la inflación. Sin embargo, dado el escenario macroeconómico actual y, en particular, por una economía que crecía menos que su potencial, creía menos probable que estos efectos fueran significativos, aunque siempre se debía estar atento a la nueva información que se tuviera en esta materia. Por ello, prosiguió, la opción de bajar la TPM se imponía y era coherente con una desaceleración más rápida que la estimada, con menores perspectivas de corto plazo para la actividad y con una inflación controlada. Por lo demás, concluyó, también era coherente con la comunicación previa del Consejo.

Sobre los movimientos futuros de la TPM, todos los Consejeros concordaron en la conveniencia de mantener el sesgo establecido en la Reunión anterior. Un Consejero indicó que si bien lo más probable era que el próximo movimiento de la tasa de interés fuera a la baja, no le parecía que ello debía ocurrir de inmediato. A su juicio, la política monetaria ya había entrado en un territorio en que tenía una clara orientación expansiva, lo que se reflejaba en las tasas de interés de largo plazo. Además, los diferenciales de tasa respecto de otros países relevantes se habían reducido significativamente. Por otra parte, si bien el déficit de cuenta corriente había bajado, seguía siendo elevado dada la menor tolerancia de los mercados financieros internacionales con las economías emergentes. Todo lo anterior apuntaba a que después de bajar la TPM en esta Reunión, se debía esperar por nuevos antecedentes que permitieran evaluar mejor la necesidad de un estímulo monetario adicional.

Un Consejero señaló que con la información disponible hasta ahora algún ajuste adicional podría requerirse, lo que justificaba la mantención del sesgo de la política monetaria. Otro Consejero señaló que le parecía relevante mantener la comunicación de la Reunión anterior. A su juicio, se veía probable un relajamiento monetario adicional al de esta Reunión. Su magnitud y momento dependerían de la información que se fuera recibiendo.

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 4,25% anual.