

Reunión de Política Monetaria

JULIO 2014

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°212, celebrada el 15 de julio 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 Subsecretario de Hacienda, don Alejandro Micco Aguayo.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe, don Juan Pablo Araya Marco; 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 Subrogante, don Francisco Ruiz Aburto; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Miguel Fuentes Díaz; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Investigación Económica, señor 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 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 escenario internacional no registraba cambios significativos. Las perspectivas para China habían tendido a estabilizarse y las condiciones financieras externas se mostraban similares a las del mes previo.

En lo interno, en el segundo trimestre, la actividad resto y la demanda final habían crecido menos que lo previsto en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). Esto había inducido una baja en la estimación de crecimiento para el 2014, tanto interna como de analistas de mercado. Esa nueva proyección, así como la contenida en el IPoM de junio, eran inferiores a la tasa de crecimiento potencial estimada, por lo que la economía habría seguido acumulando holguras en el uso de la capacidad instalada, reduciendo las presiones inflacionarias internas y el déficit en la cuenta corriente esperado para el año. Aun cuando la estimación de las holguras estaba sujeta a incertidumbre, y la caída de la inversión y el menor crecimiento de la productividad media del trabajo sugerían una revisión a la baja de la tasa de crecimiento potencial, ello no modificaría el diagnóstico de que la economía había acumulado holguras en los últimos trimestres dado el crecimiento del PIB resto.

En junio, por segundo mes consecutivo, la magnitud de las sorpresas en la inflación había sido menor que la de meses precedentes, cuando se dieron sorpresas significativas vinculadas en su mayor parte a los efectos directos e indirectos de la depreciación del peso. Los rubros del IPC más directamente vinculados a la trayectoria de los salarios seguían con una evolución inercial, al tiempo que las remuneraciones nominales presentaban un repunte en los últimos meses. Las expectativas de inflación de corto plazo se mantenían estables, al igual que las relevantes para el horizonte de la política monetaria.

Respecto de las opciones planteadas, la de mantener sin cambios la TPM permitiría acumular mayores antecedentes sobre la convergencia de la inflación a 3%, como se contemplaba en el escenario del IPoM. Si bien se estimaba que en dicho escenario el aumento de la inflación sobre 4% sería transitorio, la magnitud y sucesión de sorpresas al alza en meses previos, junto con la persistencia del crecimiento de los salarios, justificarían algún grado de cautela en esta materia. Este riesgo se atenuaba algo por la evolución reciente del mercado laboral, en particular la creciente debilidad del empleo asalariado y el aumento que habría

tenido la tasa de desempleo cuando se ajustaba por la dinámica del empleo por cuenta propia.

Por su parte, la alternativa de reducir la TPM era coherente con el escenario del IPoM que contemplaba niveles de TPM menores que 4,0% para asegurar la convergencia de la inflación al 3% en el horizonte de política. El hecho de que la proyección de crecimiento fuera inferior a la contemplada en dicho IPoM reforzaba la necesidad de otorgar un estímulo monetario adicional.

3. Decisión de política monetaria

En el plano internacional, todos los Consejeros concordaron en que las grandes tendencias del último tiempo no mostraban cambios de relevancia. Un Consejero resaltó que se habían observado señales mixtas, pero las noticias provenientes de Estados Unidos y de China dejaban, a fin de cuentas, una sensación más bien positiva, por lo que llamaba la atención el deterioro en las perspectivas de algunas economías emergentes y, entre ellas, varias de América Latina. Un Consejero indicó que el panorama externo era ligeramente más positivo que hacía un mes, debido a las mejores condiciones en Estados Unidos y China y porque los precios de las materias primas, en particular el del cobre, habían aumentado, mientras que las condiciones financieras en el mundo seguían favorables. Añadió que esto último podría cambiar si la Reserva Federal aceleraba su proceso de normalización monetaria, lo que era un riesgo a considerar. Un Consejero destacó que con el paso del tiempo se había ido reafirmando que las condiciones de financiamiento externo y los términos de intercambio seguían más favorables de lo que se podría haber anticipado hacía unos trimestres. Agregó que aunque ello no modificaba el análisis general respecto de un cambio en el ciclo global que afectaba a los países emergentes, por ahora permitía acotar el impacto que el cambio en las condiciones externas había tenido sobre el dinamismo de varios países en desarrollo, incluido Chile.

En cuanto al escenario interno, todos los Consejeros destacaron que las últimas cifras conocidas ratificaban la debilidad de la actividad y de la demanda interna. Un Consejero resaltó que se estaba en presencia de una desaceleración que continuaba sorprendiendo y que ahora se extendía al consumo privado y los sectores productivos asociados a este, además sin antecedentes que mostraran algún punto de inflexión. Añadió que cuando se comparaba con el escenario vigente en mayo, los niveles de actividad y demanda interna previstos para el segundo y tercer trimestre de este año eran ahora cerca de un punto porcentual menores. Con ello, había una gran cantidad de componentes de la demanda

y las expectativas —como los indicadores de confianza; los volúmenes de importaciones de bienes intermedios y de capital, excluyendo transporte; los indicadores de insumos para la construcción, entre otros—, que estaban en niveles cercanos a los de hace tres años, deshaciendo todo el crecimiento acumulado en el interín. En el margen, además se apreciaban suavizamientos o caídas adicionales en muchos de ellos, y las cifras más recientes de colocaciones, estándares de otorgamiento de crédito, agregados monetarios y percepciones de demanda crediticia confirmaban el débil estado de la demanda y la actividad agregada. Quizás el único componente de la demanda que tenía una tendencia positiva de expansión era el consumo no durable, pero esto se asociaba a la evolución de la masa salarial real, la que también se estaba desacelerando. Un Consejero resaltó que le parecía positivo el acuerdo alcanzado en materia de reforma tributaria, puesto que, más allá de los detalles, debería tener un efecto positivo en el proceso de recuperación económica, particularmente vía expectativas.

Un Consejero señaló que el mercado del crédito daba cuenta de contención o restricciones tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda, lo que se traducía en una desaceleración de las colocaciones que resultaba bastante pronunciada en algunos de sus componentes. Un Consejero indicó que la mayor restrictividad de las condiciones crediticias que se observaba en el margen era probablemente una respuesta natural, consecuencia del ciclo por el cual estaba atravesando la economía. Sin embargo, añadió, en general, las condiciones financieras y las tasas de interés se mantenían bastante favorables, y en algunos casos en mínimos históricos, lo que reflejaba que las condiciones monetarias habían acompañado adecuadamente este proceso. Un Consejero recordó que la TPM ya había bajado 100pb desde octubre pasado y que las tasas de largo plazo se mantenían en niveles particularmente bajos. Además, los costos de financiamiento estaban en niveles no vistos en años e incluso en algunos casos en mínimos históricos, inferiores a los de los años 2008-2009. Asimismo, las tasas de los créditos hipotecarios estaban cerca de sus mínimos, los spreads en las tasas de corto plazo eran muy bajos y había amplia liquidez. Todo esto llevaba a concluir que la política monetaria más expansiva, junto con las condiciones de mercado, estaban produciendo un impulso relevante en la economía.

Con respecto al mercado laboral, todos los Consejeros destacaron la divergencia que se observaba entre el menor crecimiento del empleo asalariado y el aumento de la ocupación por cuenta propia. Un Consejero resaltó que en este cuadro, el mercado laboral continuaba ajustándose de acuerdo con el rezago cíclico habitual. Un Consejero indicó que el mercado laboral entregaba señales de mayores holguras, pero no se reflejaban todavía en los índices de desocupación ni en el comportamiento de los salarios, que mantenían el dinamismo previo. Un

Consejero planteó que pese a que el empleo seguía creciendo casi exclusivamente por el aporte del empleo por cuenta propia, los salarios nominales habían seguido acelerándose y era previsible que ello se viera reforzado en el corto plazo por el ajuste en el valor del salario mínimo.

En materia de inflación, todos los Consejeros resaltaron que las cifras recientes daban sustento a un escenario en que su actual nivel sería transitorio. Un Consejero manifestó que pese a la leve sorpresa a la baja de la inflación en junio, en los meses venideros debería ubicarse nuevamente por encima de 4,5% como resultado de las alzas de precios de la energía. No obstante, indicó, ello no alteraba la visión de que el alza de la inflación era transitoria y que retornaría al interior del rango de tolerancia a comienzos del próximo año.

Un Consejero señaló que aunque la inflación de junio había sido menor que lo esperado, no debía olvidarse que su variación anual seguía superando el máximo del rango de tolerancia y, que según las propias proyecciones del Banco, era posible que volviera a subir antes de volver a dicho rango. Además, más allá del dato del último mes, la dinámica inflacionaria había sido mayor que la esperada. Con todo, continuó, seguía siendo válido que los mayores niveles actuales eran transitorios, porque la mayor parte del traspaso de la depreciación ya se había producido y el menor crecimiento ampliaría las brechas de capacidad, implicando menores presiones sobre los precios. Un Consejero indicó que aunque las proyecciones de crecimiento se habían ajustado a la baja, posibles ajustes a la baja en la estimación del crecimiento potencial podrían sugerir que no necesariamente se generarían holguras que fueran tan desinflacionarias. Además, similar conclusión podría obtenerse de otros indicadores o precios financieros, como, por ejemplo, la estructura de tasas. Ello, en su opinión, justificaba que las expectativas de inflación a mediano plazo seguían cómodamente en torno a 3%, con proyecciones para la TPM que eran similares a las consideradas en el último IPoM.

Respecto de la decisión de política monetaria, un Consejero manifestó que las opciones a considerar debían elegirse de modo de dar coherencia temporal al proceso colegiado de toma de decisiones del Consejo. Así, con un escenario de inflación subyacente similar al de un par de meses antes, pero indicadores de actividad significativamente peores y menores expectativas privadas de inflación a mediano plazo, creía que no era plausible considerar en esta Reunión las mismas opciones que hace dos meses. Además, ello no le parecía congruente con el hecho de haber mantenido el sesgo a la baja en las últimas Reuniones. A juicio de este Consejero, en esta oportunidad, la opción de bajar la TPM en 50pb era al menos igualmente plausible que la de mantener la TPM. Con todo, creía que bajar la tasa en 25pb era más aconsejable, en parte, porque adoptar un recorte mayor podría ser muy sorprendente.

Un Consejero indicó que la suma de antecedentes lo inclinaban más bien a una mantención de la TPM. Sin embargo, creía que optar por reducir la TPM era más coherente con el escenario delineado en el último IPoM y con las expectativas casi unánimes del mercado en ese sentido. De no hacerlo, se corría el riesgo de dar una señal de duda sobre la transitoriedad de los desvíos de la inflación, algo que no estaba respaldado por los datos.

Un Consejero manifestó que todos los elementos considerados justificaban validar el supuesto de trabajo del IPoM, que anticipaba que durante el segundo semestre se requerirían entre una y dos bajas de la TPM. Las condiciones macroeconómicas habían evolucionado en línea con lo planteado en el IPoM y si algo, se esperaba una desaceleración algo más pronunciada, mientras que las proyecciones de inflación anual se mantenían altas en el corto plazo, con expectativas de que disminuyera hacia el próximo año. Por lo tanto, creía que lo más conveniente era disminuir la TPM en 25pb, manteniendo la cautela por la mayor inflación y así entregar una señal de que nuevos ajustes pueden ser posibles, pero dejando claro que la decisión de disminuir la TPM en esta Reunión no debía interpretarse como el inicio de un ciclo de bajas.

Un Consejero indicó que compartía la visión de que la economía requería de un nuevo estímulo monetario. Por lo tanto, en su opinión, la disyuntiva era si debía procederse de inmediato o se debía esperar hasta tener un escenario inflacionario más despejado. A su juicio, las últimas cifras inclinaban la balanza a favor de la opción de recortar. La debilidad en materia de demanda y actividad persistía, e incluso se había intensificado, mientras el diagnóstico de un alza transitoria de la inflación permanecía plenamente vigente. Con todo, concluyó, la inflación anual se mantenía en niveles relativamente altos y los salarios nominales seguían observando cierto dinamismo. El diagnóstico del Banco suponía que ello debería moderarse en adelante. Sin embargo, por razones prudenciales, lo que correspondía era mantener un sesgo de política a la baja, pero supeditado siempre a la información que se fuera acumulando.

Un Consejero señaló que la opción de mantener la TPM era más concordante con una inflación que seguía por sobre el límite superior del rango de tolerancia y sobre la que no se podían descartar sorpresas en lo inmediato. Por otra parte, mantener también era coherente con salarios que seguían creciendo más que la suma de la meta de inflación y el aumento esperado de la productividad. Sin embargo, el hecho que se preveía que tanto el aumento de la inflación como de los salarios se moderara en los próximos meses, debido a la actividad más débil, permitía privilegiar en esta ocasión la baja de la TPM. Con todo, finalizó, la baja de la actividad no debía hacer que el Consejo perdiera la calma y la prudencia y, por lo tanto, se debía evitar actuar precipitadamente. De hecho, añadió, creía que

lo hecho en los últimos meses, que había sido gradual y sin precipitaciones, pero a su vez decidido, debía marcar la tónica en las actuaciones futuras del Consejo. El mercado había validado el accionar del Consejo y, ex post, se percibía como una estrategia exitosa, toda vez que el Banco Central había acompañado el ciclo con una política monetaria más expansiva, adelantándose a los hechos, pero sin precipitarse. A su juicio, esta era la mejor contribución que la Institución podía hacer a un crecimiento sano y sostenible de la economía nacional.

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 25pb, hasta 3,75%.