

Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 2014

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°213, celebrada el 14 de agosto 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, 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 Investigación Económica, don 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; el Asesor de la Presidencia, don Alberto Naudon Dell'Oro; la Economista Senior, doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista, doña Natalia Gallardo Schnettler; y la Secretario General, doña Marly 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 3,75%, recortarla en 25 puntos base (pb), a 3,50%, o recortarla en 50pb, a 3,25%.

En el plano internacional, la evolución de los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y Ucrania habían afectado, aunque moderadamente, los mercados financieros. La mayoría de las bolsas habían retrocedido, la volatilidad se había incrementado y los premios por riesgo habían aumentado en las economías emergentes. Al mismo tiempo, gran parte de las monedas se habían depreciado respecto del dólar estadounidense. No obstante, en materia de actividad e inflación, el escenario internacional no había registrado cambios significativos respecto del mes anterior. Esto, pese a que los precios de las materias primas, incluyendo el del petróleo, las gasolinas y el cobre, habían disminuido.

En el plano local, las Cuentas Nacionales del segundo trimestre mostraron que la economía había crecido solo 1,9% anual en dicho período, por debajo de lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio. El menor dinamismo de la economía había estado ligado a los sectores distintos de recursos naturales. Por el lado de la demanda, sus componentes más persistentes, como el consumo habitual y la inversión en construcción y obras, sorprendían por su bajo dinamismo. 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 del 2014, incluso hacia niveles por debajo del piso de la estimación del IPoM de junio y de la mediana de la última Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), la que había continuado sus correcciones a la baja. Las peores proyecciones estarían asociadas tanto a las sorpresas negativas del primer semestre, como a una evaluación a la baja del dinamismo de la actividad en los próximos trimestres. No obstante lo anterior, los datos del mercado laboral no mostraban correcciones de magnitudes similares, especialmente los salarios nominales que seguían creciendo a una tasa por sobre 6,5%.

En el último mes, la inflación del IPC total había estado en línea con lo previsto, aunque la inflación del IPCSAE había sido algo menor. Para fines de año, la inflación proyectada en la EEE se mantenía en 3,8%, algo por debajo de la estimación del IPoM de junio. A uno y dos años plazo, las expectativas, tanto de la EEE como de la Encuesta de Operadores Financieros, permanecían en torno a 3%, dando cuenta del carácter temporal del alza de la inflación.

En este contexto, las expectativas anticipaban que sería necesario un impulso

monetario mayor que el previsto un mes atrás. Así, al tiempo que anticipaban un recorte de 25pb para esta Reunión, preveían que la TPM alcanzaría un nivel mínimo de 3,0% entre diciembre y febrero del 2015. Los precios de los activos financieros se habían movido en la misma dirección y en magnitudes similares, mientras que el tipo de cambio nominal se había depreciado alrededor de 4% desde la última Reunión, en parte como respuesta a las expectativas de menor TPM.

La opción de mantener la TPM se sustentaba en que, a pesar de que la mayoría de las noticias conocidas en el último mes apuntaban hacia un deterioro de la actividad claramente mayor que lo estimado en el último IPoM, la evolución del mercado del trabajo, especialmente la de los salarios nominales, había sido más dinámica de lo previsto. Mantener la TPM permitiría acumular mayores antecedentes respecto de la evolución del mercado laboral y de sus implicancias para la convergencia de la inflación hacia el 3%. No obstante, los antecedentes antes descritos hacían pensar que el riesgo de presiones inflacionarias derivadas de la dinámica del mercado del trabajo se había atenuado. Además, mantener la TPM sería sorpresivo y podría entenderse como una señal de que el proceso de relajamiento monetario estaría por concluir.

Reducir la TPM en 25pb, especialmente si se mantenía el sesgo a la baja, era una clara señal de la necesidad de un impulso monetario mayor al contemplado en el último IPoM, que sugería que niveles de la TPM cercanos a 3,5% eran suficientes para asegurar la convergencia de la inflación. Un mayor impulso monetario era coherente con una proyección de crecimiento notoriamente inferior a la contemplada en dicho IPoM, en un contexto donde las expectativas de inflación habían permanecido en torno a 3%.

Una reducción de 50pb se podía justificar en la conveniencia de apurar el proceso de baja de la TPM, ante un escenario de mayor desaceleración. Sin embargo, una reducción de esa magnitud podría ser sorpresiva y reduciría aún más la estructura de tasas. Si bien un impulso monetario mayor que el presente en los instrumentos financieros no era una idea evidentemente descartable, su comunicación requería una explicación detallada sobre las perspectivas macroeconómicas, la que solo se tendría con el IPoM de septiembre.

3. Decisión de política monetaria

En relación con el escenario externo, todos los Consejeros coincidieron en que, hasta ahora, no había tenido desviaciones significativas respecto del último IPoM. Un Consejero destacó que, por el lado positivo, estaban las noticias provenientes

de Estados Unidos, que mantenía una senda de gradual recuperación. Por el lado negativo, mencionó la pérdida de impulso que se advertía en varias economías europeas, el deterioro del crecimiento en América Latina y los riesgos geopolíticos que, por el momento, habían tenido efectos acotados, pero que seguían presentes. Un Consejero agregó que los datos más recientes de Europa, Japón y de algunos emergentes claves, como China, sugerían que el escenario para el 2015 podría ser algo menos favorable de lo que se había anticipado.

En el plano interno, todos los Consejeros destacaron las cifras de actividad y demanda como la mayor novedad del mes, confirmando la presencia de un ciclo de desaceleración más prolongado y más intenso que el previsto con anterioridad. Un Consejero indicó que la evolución de la actividad y de la demanda estaba estrechamente relacionada con los indicadores de confianza, tanto de consumidores como de empresas, que habían continuado cayendo. Incluso, añadió, en el caso de las empresas, estos habían entrado en un terreno con connotaciones claramente pesimistas. Agregó que el mercado laboral había seguido entregando señales que apuntaban a una ampliación de las holguras y lo más probable era que, considerando la trayectoria observada por la actividad, ello se intensificaría en los próximos meses. Un Consejero señaló que, al igual que en meses anteriores, las noticias más recientes de actividad y demanda continuaban sorprendiendo de manera significativa a la baja, indicando que se estaba en presencia de un proceso significativo de desaceleración, o quizás del riesgo de un proceso de contracción si se consideraba la actividad distinta de recursos naturales y la demanda interna.

Un Consejero recordó que las tasas de interés de largo plazo, tanto de instrumentos públicos como de bonos corporativos, se encontraban en niveles mínimos históricos. A su juicio, diversas hipótesis podrían ser coherentes con esta trayectoria, pero creía que no se podía descartar que ello reflejara una perspectiva de un dinamismo débil y prolongado hacia adelante. Añadió que se observaban signos de que parte de la desaceleración podría tener algún componente estructural o de más de largo plazo. Lo anterior, tanto porque se preveían tasas de inversión menores que las observadas en los últimos años, como por el reconocimiento de un crecimiento de la productividad menor en la última década. Además, esto se daba en un contexto donde resultaba evidente que los factores monetarios o financieros no eran un freno, sino más bien estaban siendo favorables para las decisiones de consumo e inversión. En ese sentido, la fuerte caída en la confianza empresarial y de consumidores o condiciones de oferta podrían estar explicando en parte esta debilidad en la actividad y la demanda.

Un Consejero argumentó que el nivel actual de las tasas de largo plazo indicaba que el impulso monetario estaba teniendo efecto desde hacía ya un buen tiempo en las condiciones de mercado. No obstante, agregó, se debía tener claro que si bien la política monetaria era una herramienta importante, y por lo mismo se había usado y se seguiría usando, era imprudente e ilusorio pensar que por sí sola podía alterar significativamente variables que estaban en buena forma determinadas, entre otros factores, por condiciones exógenas, como la situación externa, el ciclo minero, y/o por expectativas. Un Consejero añadió que en ese momento había grados importantes de incertidumbre respecto del nivel de la tasa de interés neutral. La relevante disminución de las tasas de interés de largo plazo en Chile y el mundo, junto con un escenario de crecimiento global que seguía siendo decepcionante, deberían llevar a evaluar con cuidado cuál era el nivel de estímulo monetario normal en las actuales circunstancias.

Respecto de la inflación, todos los Consejeros coincidieron en que los datos más recientes habían estado en torno a lo esperado, con lo que se mantenía el diagnóstico de que las mayores inflaciones correspondían a un fenómeno transitorio derivado, en lo fundamental, de la depreciación del peso. Un Consejero indicó que los datos de inflación eran sugerentes de que el registro inflacionario de abril había sido producto de un traspaso de la depreciación del peso a la inflación mayor que el previsto, pero de una sola vez y con una persistencia acotada. Además, continuó, los registros de inflación de mayo, de junio y de julio apuntaban a que los riesgos de que se pudiera haber incubado un proceso inflacionario persistente y que cuestionara el logro de la meta de inflación habían disminuido de manera notoria. Por lo tanto, concluyó, creía que esta información y la evolución de la actividad y de la demanda eran antecedentes suficientes para descartar un escenario de riesgo al alza para la inflación.

Un Consejero recordó que, hasta mediados del segundo trimestre, la economía estaba transitando ordenadamente desde una situación de aguda estrechez de capacidades en el 2012, evidenciada por la evolución del mercado de trabajo y la cuenta corriente a precios de tendencia, hacia una de mayor normalidad. Este ajuste se había dado con una depreciación mayor que la anticipada y con alzas importantes de los salarios nominales, lo que se había traducido en que la inflación superara las proyecciones previas. Agregó que en los últimos meses la desaceleración de la demanda final había sido mayor que la prevista, a lo que se agregaba un ajuste más intenso que el anticipado en el consumo habitual, el que incluso iba más allá de lo que cabía esperar de la evolución de los salarios, el empleo y las condiciones financieras. La inversión también caía más que lo anticipado, aunque era más volátil y sus proyecciones siempre estaban sujetas a un mayor error. Prosiguió indicando que, en contraposición, los salarios nominales venían acelerando su crecimiento a lo largo de todo el primer semestre

del año, sin reaccionar aún ante el menor dinamismo del empleo asalariado. A su vez, el peso se había depreciado de manera significativa ante las expectativas de bajas adicionales de la TPM. En su opinión, la combinación de estos dos factores sugería un riesgo de que la inflación se ajustara más lentamente en los meses venideros.

Un Consejero indicó que la depreciación del tipo de cambio real había continuado, y que los riesgos de un alza de las tasas de interés externas o los premios por riesgo no permitían descartar que las presiones a la depreciación sobre el peso limitaran la disminución de la inflación proyectada para los próximos meses. Sobre el crecimiento de los salarios, agregó este Consejero, creía que debería ir disminuyendo en la medida en que la estrechez del mercado laboral diera mayores signos de ceder. Por cierto, señaló, existía el riesgo de que este proceso demorara y tuviera un impacto sobre la inflación, pero también estaba el riesgo de que la dificultad de ajustarse de los salarios nominales generara un efecto sobre el empleo mayor que el deseado en este ajuste cíclico.

Un Consejero manifestó que el Banco había continuado entregando mayor impulso monetario a la economía de forma decidida y persistente, lo que debía proseguir por un tiempo, al menos hasta que se estuviera en un nivel de TPM que permitiera hacer una pausa y ver cómo estaba decantando la situación. Agregó que el peso se había seguido depreciando, y uno de los efectos esperados de una política monetaria más expansiva era precisamente una mayor depreciación, la que tenía impacto sobre la inflación por un tiempo. El problema, a su juicio, sería si esto adquiría cierta persistencia. Además, se debía tener presente que el tipo de cambio real estaba significativamente por arriba de sus promedios de las últimas décadas.

Respecto de la decisión de política monetaria, un Consejero indicó que la interpretación de los antecedentes conocidos dejaba claro que el relajamiento monetario debía continuar en esta y en Reuniones siguientes, tal como lo reflejaban también las expectativas y los precios de los activos financieros. Ello se apoyaba, añadió, en que las expectativas de inflación a plazos más largos se ubicaban en o por debajo de la meta de 3% y las expectativas privadas de crecimiento se habían seguido corrigiendo significativamente a la baja. Por ello, en su opinión, la decisión de esta Reunión era bastante simple: la TPM se debía reducir. Por lo mismo, no consideraba que la opción de mantenerla fuera pertinente en esta ocasión y, por lo tanto, la discusión debía centrarse en la magnitud de la reducción que correspondía aplicar. Agregó que si se tomaba como punto de partida el IPoM de junio, cuando la TPM se situaba en 4%, se había indicado como supuesto de trabajo que esta iba a seguir una trayectoria comparable con la que se deducía en esa oportunidad de los precios de los activos

financieros. Si el escenario del IPoM se hubiera dado, posiblemente la tasa se recortaría en 25pb en esta Reunión y así se completaría la tarea de lo que había sido un supuesto de trabajo. Sin embargo, agregé, como ya se había discutido, los indicadores de actividad eran mucho más débiles de lo anticipado, por lo que el nivel mínimo al que la TPM debía llegar era mucho menor que 3,5%. En ese entendido, ambas alternativas, reducirla en 25 o 50pb, eran válidas y no veía una dicotomía severa entre ellas en la medida en que se siguiera indicando de manera nítida un sesgo a la baja en la dirección de la política monetaria.

Añadió este Consejero que también debían tenerse en cuenta aspectos relacionados con la estabilidad financiera. En particular, indicó que la evolución reciente de los volúmenes reales de crédito, en un contexto de baja de la TPM y de bajo costo de fondeo y tasas de colocaciones, sugerían que este proceso estaba liderado de manera importante por factores de demanda, que eran coherentes con hogares y empresas que intentaban reducir rápidamente sus niveles de apalancamiento. Aunque era complejo emitir un juicio respecto de si los niveles actuales de apalancamiento eran apropiados o si la desaceleración del crédito era adecuada o excesiva, sí parecía que la desaceleración del crédito generaba espacio para un mayor estímulo monetario y algo de mayor crecimiento del crédito. Respecto de potenciales riesgos asociados a movimientos cambiarios, la información disponible no mostraba grandes descalces de las empresas y bancos. Por lo demás, como se había mencionado en el Informe de Estabilidad Financiera de junio, uno de los principales riesgos a la estabilidad del sistema financiero era un debilitamiento de la situación macroeconómica que resultara en caídas importantes de los ingresos de hogares y empresas, dificultando el cumplimiento de sus obligaciones financieras.

Un Consejero resaltó que a favor de mantener la TPM jugaba la posibilidad de que la debilidad del consumo fuera una anomalía transitoria, además de que existía el riesgo de validar expectativas de tasas de interés que alimentaran depreciaciones excesivas, en un contexto en que los salarios nominales estaban creciendo más allá de lo prudente. Por otra parte, la mayor debilidad del consumo en los últimos meses sugería la conveniencia de un estímulo monetario adicional, si bien su efectividad se vería limitada porque las condiciones financieras ya eran muy favorables. En estas circunstancias, creía que la mejor opción era reducir la TPM en 25pb y evitar alentar expectativas de bajas adicionales a las que ya tenían incorporadas las expectativas, ya que de hacerlo existía el riesgo de que depreciaciones adicionales del peso terminaran anulando el impacto expansivo de la baja de la TPM, al menos en el corto plazo.

Un Consejero manifestó que la corrección en las perspectivas de crecimiento de este año y hacia el 2015 sugerían una ampliación en la capacidad ociosa de la

economía respecto de lo anticipado unos meses atrás. En todo caso, agregó, se mantenía abierta la interrogante sobre el nivel inicial de las brechas, toda vez que el mercado laboral no mostraba una debilidad coherente con lo que se podría inferir de la medición de las brechas de capacidad por el lado de la actividad. Esto, de cualquier modo, no ponía en cuestión el hecho de que las brechas de capacidad se estaban ampliando y había indicios de que era necesario un mayor estímulo monetario del que se podía haber anticipado en el IPoM anterior. Añadió que hasta hace dos meses, las perspectivas de que la TPM llegaría a 3,5% parecían coherentes con un escenario de convergencia de la inflación a 3% en dos años. En este momento, sin embargo, era posible que ajustes adicionales fueran requeridos, aunque de magnitud acotada o por lo menos a ser evaluada con más detalle en el ejercicio del próximo IPoM. Dado lo anterior, la opción de reducir la TPM en 25pb se imponía claramente.

Un Consejero señaló que las opciones que aparecían más razonables eran bajar la TPM en 25 o 50pb. La opción de mantener la TPM contaba con pocos fundamentos, por lo que la descartaba sin mayor detención. A su juicio, la economía requería que la política monetaria proveyera estímulos adicionales. Sin embargo, la magnitud de este estímulo era difícil de precisar en estos momentos, pero en principio superaba los 25pb, por lo que un recorte de 50pb también era coherente con el diagnóstico esbozado. No obstante, el balance de riesgos lo hacía preferir que la política monetaria siguiera operando con gradualidad, lo que implicaba un recorte de solo 25pb en esta oportunidad. Además, se podían mencionar otras razones para justificar dicha decisión. Primero, la TPM ya se ubicaba en terreno expansivo, lo que obligaba a ser más cuidadosos que en otras circunstancias; segundo, las tasas de mercado para distintos plazos estaban en niveles relativamente bajos y algunas de ellas en mínimos históricos; y tercero, un ajuste de 50pb podría ser interpretado como un cambio abrupto en el diagnóstico, lo que no se condecía con los antecedentes revisados.

Un Consejero manifestó que las opciones planteadas eran las apropiadas, aunque, a su juicio, la de bajar la TPM en 25pb se imponía claramente. La opción de mantener era poco coherente con los datos de actividad que se habían ido conociendo, que deberían implicar menores presiones inflacionarias a futuro. Aunque era cierto que un mayor tiempo permitiría tener más conocimiento sobre la persistencia de los aumentos de precios y salarios, no era menos cierto que la evidencia acumulada era suficiente para hacer estimaciones, al menos preliminares, que indicaban que estos efectos no pondrían en riesgo la convergencia de la inflación. Por otro lado, la opción de bajar la TPM en 50pb si bien era razonable de ser considerada, implicaba un cambio de estrategia cuando la TPM ya estaba en niveles claramente expansivos. Ello, en las actuales condiciones, la hacía una opción inferior a una reducción de 25pb. Un recorte

de 50pb implicaría además una suerte de precipitación en un proceso de mayor estímulo monetario que ya tenía un buen tiempo y que había sido gradual, por lo que un cambio abrupto podría dar señales equívocas. Por lo demás, sería difícil de explicar sin un análisis detallado de las condiciones macroeconómicas, lo que se haría dentro de poco en el IPoM.

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 3,5%.