

Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2014

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°214, celebrada el 11 de septiembre 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 Juan Pablo Araya Marco; el Gerente de División Estudios, don Alberto Naudon Dell'Oro; 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; la Economista, doña Natalia Gallardo Schnettler; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes y opciones

En su gran mayoría, las noticias del último mes habían formado parte del análisis presentado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre^{1/}. Por su parte, los datos conocidos desde el cierre estadístico de dicho Informe habían estado en línea con el escenario base planteado en él y, por lo tanto, no introducían cambios relevantes a dicho análisis.

^{1/} Tanto la minuta de 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: <http://www.bcentral.cl/politicas/reuniones-politica-monetaria/index.htm>

En el plano externo, la economía de Estados Unidos continuaba liderando el crecimiento en el mundo desarrollado, mientras que la Eurozona y Japón mostraban signos de mayor debilidad. La inflación seguía baja en las economías desarrolladas, aunque su trayectoria era divergente entre Estados Unidos y la Eurozona. Dicha divergencia se había traspasado con mayor claridad a la política monetaria. En Estados Unidos, se reducía el estímulo monetario cuantitativo y se hablaba de una posible alza de tasas más pronta que lo previsto. En la Eurozona, el Banco Central había recortado la tasa de referencia y anunciado un plan de alivio cuantitativo que comenzaría en octubre. En las economías emergentes, la heterogeneidad de los últimos datos de China era coherente con la estabilización de su crecimiento. En América Latina, la contracción de Brasil en el segundo cuarto y el deterioro de buena parte del resto de las economías de la región confirmaban la debilidad de la actividad y de la demanda en gran parte de esta zona.

Los mercados financieros internacionales, en general, mostraban mejoras acotadas en las últimas semanas, lo que se verificaba en las bolsas, los premios por riesgo soberano y corporativo, y los índices de volatilidad. En este contexto, casi la totalidad de las monedas se había depreciado respecto del dólar estadounidense, especialmente en los días previos a la Reunión. Al mismo tiempo, la mayoría de los precios de las materias primas se había reducido respecto de los valores observados en la Reunión de agosto. El precio del cobre estaba en niveles similares a los de Reunión pasada, pero entre Reuniones su valor había oscilado entre US\$3,1 y 3,2 la libra.

En Chile, la actividad había crecido 0,9% anual en julio, en línea con la proyección del IPoM de septiembre, aunque por sobre las expectativas de mercado. Este dato ratificaba la debilidad que había mostrado la economía en los últimos meses y que había llevado a reducir el crecimiento estimado para este año a un valor entre 1,75 y 2,25%. En la última Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), las expectativas privadas se habían movido hacia valores similares a los proyectados en el IPoM, en su estimación de actividad tanto de este año como del siguiente. Los datos también confirmaban el débil panorama del consumo privado, y especialmente de la inversión, lo que era validado por el marcado deterioro de las expectativas de los consumidores y empresarios, que habían vuelto a descender.

En el mercado laboral, en julio la tasa de crecimiento anual del empleo había seguido disminuyendo. Al nulo crecimiento del empleo asalariado se agregaba una reducción importante de la expansión anual del empleo por cuenta propia. Con todo, la tasa de desempleo no había variado respecto del trimestre móvil finalizado en junio. Resaltaba el mayor crecimiento de los salarios nominales

en julio, variación que estaría, en parte, ligada al hecho de que el reajuste del salario mínimo había ocurrido este año un mes antes que el año pasado.

El peso había tenido vaivenes significativos en el último mes, oscilando entre \$576 y 595 por dólar. Al cierre de los antecedentes preparados para esta Reunión, se ubicaba en valores algo por sobre \$590.

La inflación IPC de agosto había sorprendido al alza, con una variación mensual de 0,3%. Sin embargo, a diferencia de lo observado en el primer semestre de este año, la sorpresa estaba, en gran parte, explicada por pocos ítems. Con todo, esta diferencia, más la mayor depreciación del peso, se había reflejado en el cambio de las estimaciones de inflación para fines de año de los encuestados en la EEE de septiembre. Sin embargo, las expectativas de inflación a uno y dos años plazo permanecían en torno a 3%, lo que seguía indicando que, al igual que lo previsto en el IPoM, el sector privado esperaba que las inflaciones altas fueran un fenómeno transitorio que debería revertirse hacia el segundo trimestre del 2015.

Las tasas de interés de largo plazo seguían en niveles muy bajos en comparación histórica. No obstante, las tasas a 5 y 10 años plazo, nominales y reajustables, habían aumentado hasta 40 puntos base (pb) respecto de la Reunión previa. Las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) no habían variado mayormente en las últimas semanas, previéndose un mínimo en torno a 3% en los próximos meses. Para esta Reunión apuntaban muy mayoritariamente a que la TPM se reduciría en 25pb.

Las expectativas de TPM estaban en línea con lo indicado en el IPoM de septiembre, donde se señaló que era necesario añadir un mayor impulso monetario. Así, el IPoM sugería que, de no mediar cambios mayores en el panorama económico, durante los próximos meses se deberían considerar dos —o a lo más tres— recortes adicionales de 25pb en la TPM. En concordancia con lo anterior, la División Estudios presentó como opciones relevantes recortar la TPM en 25pb, a 3,25%, o recortarla en 50pb, a 3%.

La opción de un recorte de 50pb, en conjunto con un cambio del sesgo desde “a la baja” a “neutral”, tenía dos propósitos. Por un lado, proveer el necesario mayor estímulo a la economía. Por otro, comunicar que, de no mediar cambios mayores en el escenario económico, no se preveía que fueran necesarios ajustes adicionales a la política monetaria, además de los ya presentes en las expectativas de mercado. Esto, teniendo en cuenta que la mediana de las expectativas consideraba que la TPM llegaría a 3% durante este año. Esta estrategia, si bien coherente con el análisis realizado en el último IPoM y, por lo

tanto, no descartable *a priori*, tenía algunos inconvenientes. En primer lugar, al ser un movimiento no esperado mayoritariamente por las expectativas privadas, podría ser interpretado incorrectamente. Esto, porque podría verse como una señal de que se buscaba un impulso monetario mayor que el implícito en las expectativas privadas, lo que podría generar movimientos no buscados en algunos precios de activos financieros. En segundo lugar, el cambio de sesgo limitaba, al menos en el corto plazo, la flexibilidad de la política monetaria. Por último, desde un punto de vista macroeconómico, el impacto de apurar la baja de la TPM sería menor, toda vez que no se buscaba cambiar el comportamiento de las tasas de interés de mediano y largo plazo.

La opción de llevar la TPM hasta 3,25%, manteniendo el sesgo a la baja, pero comunicando que el ciclo de recortes estaba acercándose a su fin, representaba, por el contrario, una continuidad de la estrategia de recortes graduales llevada a cabo desde hacía casi un año. Esta estrategia había permitido inyectar un importante estímulo monetario a la economía, manteniendo, a la vez, un importante grado de flexibilidad. Como se había mencionado, este mayor impulso monetario era necesario para lograr la convergencia de la inflación hacia su nivel objetivo dentro del horizonte de proyección, en un escenario de menor dinamismo de la economía, como el proyectado en el IPoM de septiembre.

2. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que los antecedentes conocidos desde la publicación del IPoM de septiembre se enmarcaban en el escenario base contenido en él. En el plano externo, un Consejero indicó que llamaba la atención la debilidad de la demanda por materias primas industriales, principalmente de hierro y petróleo, lo que unido a un significativo aumento de su producción se había traducido en bajas relevantes de sus precios. Esto era un fenómeno que debía seguirse con atención, en la medida en que, eventualmente, se pudiera transferir hacia el precio del cobre, especialmente por su potencial impacto en el mercado cambiario.

Un Consejero resaltó la divergencia entre la recuperación de Estados Unidos y los nuevos signos de debilidad de la Eurozona. Agregó que, más allá de las implicancias sobre la demanda externa para Chile, era importante notar que se estaba entrando en un periodo donde la normalización de la política monetaria en Estados Unidos sería acompañada con una profundización de la expansión monetaria en la Eurozona, un fenómeno muy novedoso, y que creía podía tener consecuencias cambiarias importantes, especialmente sobre el nivel del dólar en el mundo. Añadió que, por ahora, el mundo continuaba otorgando un impulso

a la economía chilena, y que los riesgos de mayores ruidos financieros, en particular por el fin del estímulo monetario en Estados Unidos, seguían latentes.

En el plano interno, todos los Consejeros concordaron que la principal novedad era la cifra de inflación de agosto, algo mayor que la proyectada. Asimismo, coincidieron en que en los términos en que se analizaba —como un fenómeno ligado a factores puntuales— no representaba un cambio sustancial respecto del escenario del IPoM. De este modo, se mantenía el diagnóstico de que la inflación permanecería transitoriamente en niveles altos, pero que debía converger a la meta en el curso del primer semestre del próximo año, teniendo en cuenta que las presiones por el lado de la demanda se habían debilitado significativamente. Un Consejero agregó que, de todos modos, dicha sorpresa y la aceleración de la tasa de crecimiento de los salarios nominales obligaban a ser extremadamente cautelosos para evitar que se trasladara hacia mayores expectativas de inflación, especialmente en un entorno de gran sensibilidad del tipo de cambio a noticias negativas.

Respecto de otros factores del escenario interno, un Consejero destacó que los antecedentes daban cuenta de que la actividad seguía débil; que se habían acumulado mayores señales de debilidad en algunos componentes de la demanda; que las percepciones de inventarios seguían altas, aun cuando los inventarios había disminuido en el último tiempo; y que los índices de confianza empresarial y de consumidores continuaban deteriorándose. Al mismo tiempo, las condiciones financieras internas eran favorables, con tasas de interés bajas. Indicó que ambos fenómenos, tanto la debilidad de la actividad y sus perspectivas como las bajas tasas, habían contribuido a la fuerte depreciación del peso. Creía relevante este punto, porque no era descartable que correcciones en las condiciones financieras externas, especialmente por cambios en la política monetaria en Estados Unidos, agudizaran o acentuaran la depreciación cambiaria hacia adelante.

Un Consejero llamó la atención sobre la evolución del mercado laboral, en el sentido que continuaba entregando señales de mayores holguras y que lo más probable era que se intensificaría en los próximos meses. Con todo, agregó, en un contexto de marcada desaceleración de la actividad, la forma como habían evolucionado la tasa de desempleo y las remuneraciones no dejaban de llamar la atención y debía ser monitoreado.

Un Consejero valoró la aprobación por amplísima mayoría del proyecto de Reforma Tributaria, especialmente por sus implicancias en el sentido de proveer certeza a los agentes económicos.

Respecto de la decisión de política monetaria, varios Consejeros coincidieron en que la opciones planteadas eran las apropiadas. Un Consejero agregó que la ausencia de información que se escapara de lo previsto hacía desaconsejable tomar medidas que sorprendieran al mercado. Era importante tomar en cuenta que los datos que se recibirían del tercer trimestre serían débiles y, además, que era posible esperar un debilitamiento adicional del mercado laboral. Por ello, para evaluar los pasos a seguir en la estrategia de política monetaria, se debería observar con cuidado la marcha de la economía, no solo las diferencias con lo previsto, por ejemplo por la materialización de algún escenario de riesgo, sino también respecto de entender mejor el estado del ciclo. En este sentido, prosiguió, veía tres puntos relevantes. Primero, se debía afinar el diagnóstico sobre si la dinámica salarial estaba siendo un obstáculo para un ajuste más suave del mercado laboral, o si estaba generando presiones de costos relevantes que pudieran traducirse en una mayor persistencia inflacionaria. Segundo, era importante considerar si la depreciación cambiaria estaba teniendo efectos sobre las decisiones de gasto y producción que fueran conducentes a una recuperación como la prevista en el IPoM, que consideraba un mayor protagonismo de los sectores transables. Tercero, se debía evaluar si el estímulo monetario implementado estaba teniendo los efectos previstos y deseados sobre las decisiones de gasto, y en qué medida estaba logrando amortiguar los vientos en contra que habían estado conteniendo el consumo y la inversión privada.

Un Consejero indicó que, dado que hace solo unos días se había dado una señal clara de que se necesitaba un impulso monetario adicional acotado, la única opción relevante para esta Reunión era bajar la TPM a 3,25%. Una baja de 50pb provocaría gran confusión y posiblemente sería contraproducente. Añadió que también creía necesario indicar claramente que, en la medida en que el escenario base del IPoM siguiera vigente, se estaba muy cerca de alcanzar el nivel de estímulo monetario requerido, sin poner en peligro la meta de inflación.

Un Consejero señaló que la combinación de bajas tasas de interés, tipo de cambio real depreciado y sanas condiciones financieras era propicia para recuperar mayores tasas de crecimiento hacia adelante y evitar ajustes indeseados en el mercado laboral. Agregó que destacaba en el último mes el importante rebote en las tasas de interés de largo plazo y el consiguiente fuerte empinamiento de la curva de rendimiento. A su juicio, este fenómeno confirmaba que la política monetaria estaba teniendo una expansividad relevante y, más aún, que el mercado estaba incorporando en los precios de mercado una recuperación gradual de la economía hacia adelante. Las perspectivas de inflación, agregó, también apuntaban en esa dirección. Con todo, a la luz de las débiles señales de demanda y sus implicancias sobre la inflación en el mediano plazo, y en línea con lo mencionado en el IPoM, se justificaba un ajuste adicional de la política

monetaria. Al mismo tiempo, creía que distintas métricas de expansividad monetaria sugerían que este espacio era acotado. Por lo mismo, con la TPM en 3,25% se estaba llegando a niveles en que cambios adicionales debían ser analizados con algo más de cautela, lo que era importante de comunicar, pues ampliaría las posibilidades de acción en los próximos meses.

Un Consejero indicó que la economía requería que la política monetaria proveyera estímulos adicionales de magnitud acotada. Sin embargo, la opción de un recorte de 50pb tenía algunos inconvenientes. Llevaba implícito un cambio en la estrategia con que se había enfrentado este ciclo de desaceleración y, por lo mismo, sería sorpresiva y más difícil de asimilar por parte del sector privado. Para mantener coherencia con lo señalado en el IPoM, tendría que ser acompañada por la adopción de un sesgo bastante neutral, lo que tampoco parecía prudente considerando los riesgos a la baja identificados para la actividad. Por ello, descartaba esta opción y se inclinaba por una que siguiera operando con gradualidad, tal como había ocurrido hasta ahora. Agregó que se debía tener presente que las condiciones monetarias ya eran claramente expansivas, si se tenía en cuenta el nivel de la TPM y, sobre todo, el nivel de las tasas de mercado. Finalizó indicando que le parecía importante señalar que el proceso de ajuste monetario, después del recorte sugerido para esta Reunión, estaría bastante cerca de completarse. Esto, en el entendido que prevalecieran las condiciones descritas en el escenario base del IPoM.

Un Consejero resaltó que, en el último año, el Banco había dado un mayor impulso monetario a la economía de forma decidida y persistente. El nivel de las tasas de interés de corto, y sobre todo de largo plazo, más allá de su volatilidad propia, eran una prueba de ello. En el IPoM se sostuvo que podría ser necesario algún estímulo adicional, aunque moderado. En su opinión, esta Reunión era la oportunidad propicia para seguir en esa senda. Era necesario, sin embargo, destacar que se estaba cerca del nivel de estímulo que se estimaba razonable. Por lo tanto, con la información y proyecciones que se tenían hasta ahora, y descontada la decisión de esta Reunión, los espacios para dicho mayor estímulo se empezaban a estrechar, aunque, en su opinión, no se agotaban del todo. Por lo mismo, la información que se fuera recibiendo en adelante y los cambios que ello implicara en las proyecciones serían claves en la evaluación futura. En este contexto, la opción de bajar la TPM en 25pb se imponía claramente en esta ocasión. La opción de bajar 50pb solo se entendería si se adoptara junto con la eliminación del sesgo expansivo, como una clara señal de que se había llegado al estímulo monetario deseado en las actuales condiciones y que partía un período de evaluación donde no se anticipaban nuevos cambios en la política monetaria, al menos en el futuro inmediato. El mérito de esta opción sería darle más certeza al mercado. Pero tenía al menos dos problemas. El primero, era

que podía dar una señal difícil de interpretar, en cuanto podría inferirse que la visión de la economía que se tenía hacia solo una semana se había hecho más negativa, lo que no era el caso. El segundo, era que se apartaba de una estrategia que había sido exitosa tanto en términos de los mensajes transmitidos como de los resultados del necesario estímulo monetario adicional que se había ido agregando. Por lo mismo, la opción de bajar 25pb se imponía claramente, porque era congruente con el impulso monetario adicional que se quería dar, con las señales que se habían entregado y con la estrategia que se había seguido durante todo este ciclo. De todos modos, concluyó, era necesario dar una señal que, en las actuales condiciones, el mayor estímulo restante era cada vez más acotado.

3. 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 3,25%.