

# Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2014

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

## Correspondiente a la sesión de política monetaria N°215, celebrada el 16 de octubre 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 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 Economista Senior, don Miguel Ricaurte Bermúdez; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista doña Natalia Gallardo Schnettler; y la Secretario General, doña Marlyns Pabst Cortés.

### 1. Antecedentes y opciones

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<sup>1/</sup>.

<sup>1/</sup> 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>

Las noticias conocidas durante el último mes volvían a mostrar un escenario de actividad externa menos favorable que lo anticipado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) pasado. Resaltaba la visión más negativa respecto de Alemania, Japón y de la mayoría de los países de América Latina.

La menor demanda mundial había presionado a la baja el precio de las materias primas, fenómeno que en algunos casos se había combinado con una visión más holgada de la oferta, generando reducciones sustantivas de los precios, en particular del precio del petróleo.

La menor actividad y el menor precio de los productos básicos habían intensificado el escenario de bajas presiones inflacionarias en las economías desarrolladas, alcanzando incluso a la economía estadounidense, que parecía estaba dejando atrás esta situación. Este cambio en el escenario de inflación había modificado las expectativas de mercado respecto de la evolución de la política monetaria en las principales economías desarrolladas, lo que se reflejaba en la caída de las tasas de interés en esas economías. Estas menores tasas, sin embargo, no habían neutralizado el impacto negativo de las noticias sobre el precio de otros activos financieros de mayor riesgo. Así, en las últimas semanas, se observaban caídas generalizadas en las bolsas, depreciación de las monedas de los países emergentes y aumentos de los premios soberanos.

En Chile, salvo la sorpresa negativa en la producción minera, la actividad evolucionaba en línea con la estimación del IPoM de septiembre y el mercado del trabajo continuaba ajustándose. No obstante, las expectativas de empresarios y consumidores seguían deteriorándose y las variables relacionadas con la inversión daban cuenta de un escenario peor al anticipado. Esto había contribuido a la corrección a la baja de las proyecciones de mercado para el crecimiento en el 2015, las que se situaban en la parte baja del rango de proyecciones del último IPoM.

En su conjunto, el menor precio de las materias primas y la visión de una actividad menos dinámica en Chile y el mundo era coherente con la reducción de las expectativas de inflación a un año plazo implícita en los instrumentos financieros. En todo caso, la inflación esperada a horizontes más largos permanecía bien anclada en valores en torno a 3%. Asimismo, las encuestas de expectativas también daban cuenta de valores esperados para la inflación coherentes con la meta. Esto, aun considerando que en septiembre la inflación había llegado a 4,9% y que se esperaba que sobrepasara el 5% en lo inmediato, concretando varios meses en que sorprendía al alza.

Con todo, en términos generales, las noticias no se apartaban de manera sustantiva del IPoM de septiembre, donde el Consejo consideró, y así se comunicó, que el fin del ciclo de recortes de la Tasa de Política Monetaria (TPM) estaba próximo.

En las últimas semanas, las tasas de interés de largo plazo habían descendido cerca de 30 puntos base (pb), revirtiendo en parte el aumento observado luego de la publicación del IPoM de septiembre. Este ajuste era menor que el de sus equivalentes en Estados Unidos. En este contexto, el tipo de cambio —que se había depreciado con mucha fuerza durante parte de septiembre y octubre— había retrocedido a niveles muy similares a los registrados en los días previos a la Reunión pasada. Por lo mismo, parecía que una escalada importante en su valor tenía una menor probabilidad que hace unas semanas. En este escenario, las expectativas respecto de la TPM implícitas en los instrumentos financieros habían disminuido levemente, no así en las encuestas, donde no habían variado.

Dado estos antecedentes, la División Estudios propuso como opciones relevantes para esta Reunión de Política Monetaria reducir la TPM en 25pb, hasta 3%, o mantenerla en 3,25%.

La opción de mantener se justificaba en que dado los altos niveles de inflación actuales era posible estimar que el fin de ciclo de bajas de interés podría concluir en 3,25% y no en el 3% anticipado por la mayoría de las expectativas. Esta medida, que sin duda sorprendería, ayudaría a prevenir un posible desajuste de las expectativas inflacionarias. Si bien este hecho no se había observado, era un riesgo considerando que la inflación había sorprendido al alza y se ubicaría bastante por sobre el rango de tolerancia.

Además, si bien las sorpresas de inflación de los últimos meses eran explicables por elementos puntuales, no era descartable que tras ellas hubiese algún elemento más persistente. De ser así, para su evaluación sería necesario recabar más información, de modo de verificar la necesidad de una corrección del nivel de expansividad de la política monetaria. Sin embargo, la preocupación por un posible desajuste de las expectativas de inflación parecía prematura, ya que las condiciones de mediano plazo, si algo, eran menos favorables a un aumento de la inflación. Lo anterior se relacionaba con el mayor pesimismo respecto de la actividad local y externa, con las noticias ligadas al precio del petróleo y la gasolina, y las perspectivas de un menor fortalecimiento global del dólar. Se agregaba, como ya se había mencionado, que la sorpresa observada en la inflación durante los últimos meses era atribuible en gran parte a elementos transitorios. Por último, no era descartable que la mantención de la TPM fuera vista como un indicio de una política monetaria más restrictiva que lo que el propio Banco

Central deseaba comunicar. Ello podría generar caídas en la inflación esperada y un consiguiente aumento de las tasas reajustables, lo que pondría en riesgo la convergencia de la inflación hacia el 3% en el mediano plazo.

La opción de bajar la TPM en 25pb, cambiando el sesgo hacia uno neutral, era coherente con la política de ajustes graduales llevada adelante por el Banco, que había permitido guiar al mercado hacia niveles de tasas de interés de mediano y largo plazo que eran, en líneas generales, coherentes con la evaluación del escenario macro que se tenía. En este contexto, el cambio de sesgo hacia neutral era congruente con la visión de que la política monetaria ya estaría entregando el impulso necesario para la convergencia de la inflación, como se había señalado con anterioridad. De este modo, y reconociendo que en el corto plazo la proyección de inflación estaba sujeta a importantes grados de incertidumbre, la evolución reciente de esta variable no representaba un riesgo serio para su comportamiento futuro y, por lo tanto, no ameritaba un cambio en la dirección e intensidad del impulso monetario propuesto en el IPoM de septiembre.

## 2. Decisión de política monetaria

---

En el plano externo, todos los Consejeros coincidieron en que la información más reciente daba cuenta de un deterioro de las expectativas a nivel global, que había tenido efectos relevantes en los precios de los activos financieros y productos básicos.

Un Consejero resaltó que la nueva ola de pesimismo en los mercados internacionales podría estar relacionada con el debilitamiento de las perspectivas para la Eurozona y la sensación que esa región podría sufrir un estancamiento secular. Se añadían las dudas que habían surgido desde un tiempo con respecto a la solidez de varias economías emergentes y la evaluación del escenario económico mundial, que se había vuelto más negativa, según lo observado en las reuniones anuales del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial. Añadió que la fuerte volatilidad de los precios de los activos financieros en lo más reciente hacía presagiar más volatilidad en adelante, y que en la medida que se acercara el aumento en la tasa de política monetaria en Estados Unidos, esta volatilidad podría aumentar. Aun así, concluyó, era importante no sobrereaccionar a este ni otro evento, ya que los cambios en el estado de ánimo de los mercados eran bastante rápidos.

Un Consejero consideró llamativo el contraste entre el fuerte deterioro del clima económico financiero a nivel global y el hecho que las proyecciones de crecimiento mundial del FMI tendían a reiterar las tendencias de informes

anteriores. Agregó que, si bien no se podía descartar que la volatilidad y aversión al riesgo de los últimos días se tratara de una sobrerreacción pasajera a datos puntuales, se debía tener en cuenta que los mercados financieros reaccionaban muy rápido a la nueva información, y que las proyecciones del FMI se construían a través de procesos graduales y que podían quedar desactualizadas muy prontamente. Esta duda, añadió, no se podría resolver hasta que no transcurriera más tiempo y se contara con más información, pero era evidente que el panorama de la economía mundial se veía más riesgoso que el prevaleciente hasta hace solo unos días.

Un Consejero destacó que a la evolución del precio del petróleo no solo se sumaba el cuadro de mayor pesimismo global, sino que también aumentos importantes de la producción, derivados de cambios tecnológicos, nuevos descubrimientos de reservas convencionales y de reformas en países como México, que abrían la posibilidad de desarrollar amplias reservas conocidas. En su opinión, el que los países de la OPEP estuvieran optando por validar precios más bajos en vez de ajustar la producción, sugería la posibilidad de que se estuviera entrando en un período de precios del petróleo significativamente menores que los vistos en los últimos años. En el caso del cobre, añadió, cabía destacar su relativa fortaleza en el contexto actual, la que, sin embargo, parecía estarse debilitando a la luz de proyecciones más pesimistas sobre el consumo de cobre en China.

Un Consejero indicó que, a su juicio, era prematuro anticipar, por ahora, una desviación significativa del escenario internacional que se consideró en el IPoM de septiembre, pero sí parecía que el sesgo a la baja incluido en el balance de riesgos para la actividad chilena en el 2015 aparecía como apropiado. Este sesgo a la baja, continuó, se podría justificar ahora no solo por la eventualidad de un ajuste desordenado de la política monetaria de Estados Unidos, sino que también por el riesgo de una moderación del crecimiento global, con implicancias hacia menores precios de materias primas y también menores presiones inflacionarias importadas. Sobre el efecto de ello en la estrategia de política monetaria, manifestó que debido a lo reciente de estos acontecimientos y a que las proyecciones de crecimiento de consenso mundial para el año próximo no diferían de manera muy significativa de las contenidas en el IPoM, creía que el escenario externo no era por ahora una razón para modificarla.

En el plano local, todos los Consejeros concordaron en que la noticia más sobresaliente era la nueva sorpresa al alza en la inflación, que iba acompañada de proyecciones que se mantendría por algunos meses más por encima de la banda. Un Consejero señaló que si bien las expectativas seguían firmemente ancladas y la evolución más reciente del tipo de cambio y de los precios de las

materias primas tendían a reforzar el diagnóstico de que estas desviaciones eran transitorias, era un fenómeno que se debía seguir con mucha atención, porque era un condicionante fundamental de la política monetaria.

Un Consejero destacó que, si bien los últimos registros de inflación habían sorprendido al alza y se esperaba que la inflación terminara el año por sobre lo anticipado en el IPoM de septiembre, en las últimas semanas se observaba una corrección a la baja en las expectativas de inflación hacia el 2015. Los antecedentes, continuó, sugerían que este fenómeno podría estar reflejando, por una parte, un cambio en la perspectiva en los precios internacionales de las materias primas —en particular el petróleo— o, por otra parte, una trayectoria esperada del tipo de cambio distinta de la que se pudiera anticipar. Ambas hipótesis, a su juicio, podían explicar el cambio en las expectativas de mejor forma que asignarlo a un deterioro en las perspectivas de actividad y de demanda interna. Sin embargo, agregó, era importante tener en cuenta que la volatilidad de las condiciones financieras externas, el cambio en las perspectivas de crecimiento global o la posibilidad de una recuperación interna más lenta podrían generar nuevas presiones cambiarias en los próximos trimestres que disolvieran en parte el descenso en las expectativas de inflación para el 2015.

Un Consejero indicó que, más allá de las razones puntuales de la mayor inflación, se debía dejar claro que el Banco Central no estaba conforme con su nivel. Era una mala noticia y no podía dejarlo satisfecho, por lo que no había ninguna complacencia al respecto. No obstante, como se había dicho en varias ocasiones, había razones de peso para pensar que se trataba de un fenómeno transitorio y que a mediados del próximo año la inflación estaría de vuelta en niveles acordes con la meta. En primer lugar, porque estaba fuertemente relacionada con la depreciación del peso y, como tal, su efecto en la inflación era por una sola vez. Aun con un coeficiente de traspaso bajo debido a la desaceleración de la actividad, la magnitud de la depreciación era tal que tenía un efecto significativo en la inflación. En segundo término, la debilidad de la demanda, más allá del efecto anterior, se traducían en menores presiones inflacionarias. En tercer lugar, la inflación externa era particularmente baja y en los últimos meses se había visto un descenso importante en el precio de las materias primas, especialmente petróleo y alimentos. Por último, las expectativas de inflación, variable clave en la política monetaria, seguían ancladas en 3%. De todos modos, se debía tener cuidado, porque inflaciones altas por mucho tiempo eran un caldo de cultivo para una eventual pérdida de credibilidad.

En cuanto a la actividad y la demanda interna, todos los Consejeros destacaron que las novedades no modificaban significativamente las perspectivas de corto plazo contenidas en el IPoM de septiembre. Un Consejero agregó que se

mantenían las tendencias de meses anteriores y que varios indicadores apuntaban a una cierta estabilización y detención del deterioro que se veía en trimestres anteriores. Destacó, por su importancia, la evolución del empleo asalariado, que detuvo su desaceleración hace ya varios meses, lo que posiblemente contribuía a explicar el estancamiento en el empleo por cuenta propia. Un Consejero resaltó que seguía observándose una trayectoria declinante del consumo y una ausencia de recuperación en los niveles de inversión, que nuevamente se estaban corrigiendo a la baja. Las condiciones financieras continuaban favorables, mientras que los índices de confianza empresarial y de consumidores mostraban nuevas caídas. Un Consejero destacó que la cuenta corriente de la balanza de pagos se seguía ajustando y que era probable que terminara el año con un déficit incluso menor que el estimado en el IPoM de septiembre. Ello, concluyó, nos diferenciaba claramente de otros países de América Latina que se habían desacelerado, pero con un ajuste mucho menor en su cuenta corriente.

Respecto de la decisión de política monetaria, un Consejero indicó que las opciones más apropiadas serían reducir la TPM en 25pb en esta ocasión o esperar y condicionar la reducción de 25pb a tener datos más claros de que la inflación estaba retornando hacia el centro del rango meta. Dado los antecedentes disponibles, creía que lo adecuado era reducir la TPM en 25pb. Respecto de la comunicación de un sesgo, estimaba que había puntos a favor y en contra. Sobre los primeros, bajar la TPM en 25pb y mantener el sesgo a la baja, era totalmente coherente con las entre dos y tres bajas que se indicaron en el IPoM como supuesto de trabajo. Además, era posible que la gran y reciente caída de precios a nivel mundial de bolsas y tasas fuera una respuesta coherente del mercado a una percepción de que la recuperación post crisis de las principales economías sería incluso más lenta de lo esperado en el IPoM pasado. Se añadía que la alta inflación actual, que incluso podía llegar por sobre 5% en lo inmediato, aunque no era confortable, tampoco era decisiva, ya que las expectativas estaban ancladas. Por lo mismo, bajar la TPM y dejar el sesgo a la baja no le parecía una señal de que al Banco no le interesara la inflación. Por todo lo anterior, continuó, creía que la decisión sobre el sesgo implicaba compatibilizar dos temas. Por un lado, el mensaje de que el escenario base del IPoM seguía siendo válido, tanto respecto del crecimiento de este año como del próximo, y, por lo tanto, correspondía cumplir con esta etapa del ajuste monetario iniciado hace algunos trimestres. Por otro lado, estaba el hecho que se debía evaluar en los próximos meses y trimestres si el escenario externo proveería menos estímulo que el previsto. Para dilucidar este aspecto, era útil definir el sentido de incluir un sesgo. En su opinión, un sesgo se justificaba en la medida que se anticiparan acciones relativamente inmediatas de política monetaria. En ese sentido, creía que no era evidente que estuviera pendiente una reducción adicional de 25pb en la TPM. Con todo, a su juicio, el punto más

importante en términos de estrategia de política monetaria, en particular para el próximo año, era que se tendría que seguir observando con mucha atención el entorno externo, que comenzaba a mostrar los riesgos a la baja mencionados en el IPoM. De este modo, consideraba que el incluir o no un sesgo en esta ocasión no restringía para nada que la política monetaria pudiera reaccionar con flexibilidad frente a un deterioro material del escenario internacional que redujera de manera significativa las perspectivas de crecimiento e inflación de mediano plazo.

Un Consejero señaló que la preocupación por la inflación y su sorpresa reciente era una poderosa razón para mantener la TPM en 3,25%. Sin embargo, creía que la opción de bajar la tasa a 3% y acompañarla de un mensaje claro de que con ello terminaba el actual ciclo de bajas, se imponía. Cuando se inició este ciclo, agregó, manifestamos la preocupación por la rápida desaceleración de la economía, en un contexto en que la inflación se ubicaba por muchos meses en torno o por debajo de 2% anual. Ello coincidió con un cambio de los flujos financieros internacionales, ahora de regreso a Estados Unidos, lo que incidió en una depreciación del peso mayor que la anticipada y, por ende, con un alza transitoria de la inflación también algo mayor y prolongada que la prevista. Ahora, todo apuntaba a que las alzas de precios volverían a ubicarse en torno a la meta en el 2015. Sin embargo, con una TPM en torno a 3%, implicaba tasas de interés reales nulas o incluso negativas en los próximos meses, por lo que estimaba que la política monetaria había hecho el máximo esfuerzo en pos de reactivar la economía en el actual escenario, sin poner en riesgo la credibilidad del compromiso con la meta de inflación. Por lo anterior, creía que lo adecuado era reducir la TPM hasta 3%, dando una clara señal de que con ello se cerraba un ciclo y que ajustes futuros de esta variable se evaluarían en función de desviaciones significativas de los escenarios vigentes.

Un Consejero manifestó que diferentes indicadores de impulso monetario daban cuenta de que la política monetaria había acompañado adecuadamente este ciclo, y que la trayectoria esperada de inflación sugería que era razonable detener este proceso de bajas de interés, lo que, además, era ampliamente esperado por las expectativas. A su juicio, ello facilitaría el ajuste de precios relativos, a la espera de que los cambios en el escenario interno y externo entregaran más luces sobre la velocidad a la cual la economía se recuperaría el próximo año y, por lo tanto, cuáles serían sus implicancias inflacionarias.

Un Consejero indicó que la opción de mantener la TPM dejaría el curso de la política monetaria más abierto, pero tendría el serio inconveniente de introducir cierta incertidumbre sobre el accionar del Banco. La lectura de una

decisión de este tipo no sería fácil, teniendo presente las señales que se habían entregado, entre otras, la que anticipaba el próximo fin de este ciclo de ajuste. Muchos podrían interpretar que, a partir de los últimos antecedentes, se estaba preparando el terreno para modificar el diagnóstico de la economía. A su juicio, no parecía razonable afectar la comunicación, teniendo presente que se estaba discutiendo un recorte de 25pb, que si no se producía en esta Reunión, lo más probable era que se produciría en la próxima. Por todo ello, agregó, se inclinaba por la opción de bajar la TPM y eliminar el sesgo. En su opinión, era un curso de acción mucho más congruente con el escenario descrito en el último IPoM y con la estrategia de política implementada en meses pasados. Los cambios que se habían producido en lo más reciente apuntarían más bien a menores presiones inflacionarias de mediano plazo, de manera que esta decisión debería tener una adecuada lectura. Añadió que era importante mencionar que con esta decisión, la TPM quedaba en un nivel perfectamente razonable, considerando el estado de la economía y los riesgos identificados. Ello permitía hacer una pausa para procesar con mayor tranquilidad los antecedentes que se acumularan en los próximos meses. Por cierto, esta decisión no restringía ni limitaba la posibilidad de reaccionar si las condiciones cambiaban y ello se justificaba.

Un Consejero destacó que el Banco había seguido, de forma decidida y persistente, dándole mayor impulso monetario a la economía. Las tasas de interés de corto y, sobre todo, de largo plazo, más allá de su volatilidad propia, eran una prueba de ello. Este impulso tenía como determinante, entre otros, la mayor debilidad de la economía y las consecuentes implicancias sobre la inflación. En este contexto, continuó, la opción de mantener era congruente con un escenario en que la inflación había sido por varios meses superior a la esperada y en que se anticipaba que se mantendría por arriba de dicho rango por varios meses más. Además, con el riesgo de una persistencia mayor que la proyectada. Si así fuera, antes de dar un nuevo impulso, lo conveniente sería esperar más antecedentes para asegurarse que la inflación comenzaba a revertir su nivel actual. Por otro lado, la opción de bajar la TPM era coherente con el mensaje que se había dado, con que las proyecciones del Banco y las expectativas seguían ancladas en 3%, y con que todos los nuevos antecedentes —precio de las materias primas, inflación internacional y tipo de cambio, entre otros— apuntaban a una moderación de la inflación en el corto plazo. Por todo ello, estimaba que la decisión correcta era reducir la TPM a 3%. Creía también muy importante concretar el mensaje en cuanto a que este ciclo de bajas concluía y que se pasaba a un período de evaluación de los efectos de nuestra política monetaria junto a otros antecedentes de la economía local e internacional. Por cierto, esto no implicaba que no hubiera más movimientos en una u otra dirección en adelante. De hecho, era evidente que en algún momento así sería. Solo que este ciclo había finalizado y procedía un período de evaluación.

### 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%.