

# Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2014

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°217, celebrada el 11 de diciembre 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 Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Alfaro Arancibia; 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 Claudio Soto Gamboa; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista doña Natalia Gallardo Schnettler; y la Secretario General, doña Marly 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>.

Las noticias conocidas durante el mes, así como el análisis presentado durante las reuniones de coordinación del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre, daban cuenta de un escenario externo que, si bien consideraba

una recuperación moderada de la actividad mundial durante los próximos dos años, era menos dinámico que lo previsto anteriormente. En dicho escenario, la divergencia entre la evolución de la economía de Estados Unidos y la de la mayoría de los otros países desarrollados se acentuaba, al mismo tiempo que las economías emergentes presentaban una mayor debilidad. Las tasas de interés en Estados Unidos debían comenzar a subir durante la segunda mitad del 2015 y los premios por riesgo permanecerían algo por sobre los promedios del 2014. En este contexto, el precio del cobre había caído por debajo de los US\$3 la libra, y se preveía que se mantendría en esos niveles. El menor dinamismo se compensaba, al menos parcialmente, por el mayor impulso asociado a la caída del precio del petróleo, el que, unido a la baja de los precios de otras materias primas, había provocado, además, cambios a la baja en el panorama de inflación mundial.

El ajuste del precio del petróleo —que se había traspasado y seguiría traspasándose más rápidamente a los precios locales por la modificación del MEPCO— y del gas, junto con la reversión del aumento del precio de algunas verduras y frutas, habían ayudado a que en Chile la inflación de noviembre fuese nula. Con ello, las expectativas para diciembre se habían afirmado en valores negativos, lo que permitiría cerrar el año con una inflación de 4,8%. La corrección de casi un punto porcentual en dos meses todavía dejaría a la inflación en niveles altos, pero, sin duda, mitigaba los riesgos de mayores efectos de segunda vuelta o de un posible efecto al alza en las expectativas de mediano plazo discutidos en las minutas de opciones de los meses previos.

No obstante lo anterior, era importante reconocer que tras el bajo dato de inflación de noviembre se escondía una inflación subyacente —medida por el IPCSAE— mayor que la esperada, de 4,3% anual en dicho mes. Las sorpresas al alza de la inflación subyacente habían ocurrido en un contexto donde el peso había continuado depreciándose y los salarios habían mostrado un mayor ritmo de crecimiento. Así, las proyecciones elaboradas con ocasión del IPoM de diciembre consideraban que en el último trimestre del 2015 la inflación SAE sería mayor que la prevista en septiembre. Ello, a pesar de la corrección a la baja en las proyecciones de actividad y demanda. Esta modificación obedecía en gran parte a la depreciación del peso observada en los últimos meses.

Esta visión de la inflación contrastaba con algunas medidas de expectativas del mercado, que sugerían que la variación de precios se reduciría más marcadamente durante el 2015. La mediana de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) mostraba cifras de inflación anual que en doce meses plazo se acercaban a 2%, no así la reciente Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), donde la mediana de la proyección para fines del 2015 era 2,9%. A juicio de la División Estudios, en un escenario donde el peso se había depreciado cerca

<sup>1/</sup> <http://www.bcentral.cl/politicas/reuniones-politica-monetaria/index.htm>

de 3,5% en el último mes; la desaceleración de la actividad, si bien marcada, había sido gradual; y donde las holguras del mercado laboral no parecían ser especialmente grandes, era difícil prever caídas de la inflación de esa magnitud. Hacia adelante, la recuperación de la actividad proyectada para el 2015 tampoco era coherente con presiones a la baja en la inflación mayores que las previstas en la discusión del IPoM de diciembre.

Sin embargo, se debía notar que en la coyuntura actual —cruzada por los efectos contrapuestos de la actividad y del tipo de cambio, por un nivel relevante de incertidumbre sobre las holguras de capacidad y de la evolución del precio internacional de los combustibles— efectuar proyecciones de inflación era particularmente complejo. Ello se reflejaba en la inusual dispersión de las proyecciones de inflación. Por ejemplo, de los 60 encuestados en la EEE, 35% creía que la inflación a doce meses sería igual o mayor que 3%, mientras que 40% creía que esta se ubicaría en niveles iguales o inferiores a 2,5%. Esto sugería que era necesario tener especial cautela en la interpretación de los datos mensuales de inflación.

Respecto de la actividad, los indicadores parciales del cuarto trimestre (importaciones, ventas del comercio, entre otros) no mostraban que el gasto se recuperara. El menor crecimiento de la demanda se había dado en un contexto en que, transversalmente y contrario a lo esperado internamente, la confianza de empresas y hogares se había vuelto más pesimista.

Las proyecciones del nuevo IPoM indicaban que la economía crecería en el 2015 más que en el 2014, pero los peores datos efectivos, el escenario internacional menos dinámico y la perspectiva de un gasto más acotado llevaban a corregir a la baja la proyección de crecimiento. Con todo, se seguía considerando que el rápido e importante ajuste que la economía había hecho durante el 2014; la situación financiera de los agentes que, si bien menos holgada, todavía se percibía como adecuada; el aumento de la inversión pública; y la presencia de un importante impulso monetario —que se había traducido en condiciones de financiamiento más favorables— eran un marco propicio para la recuperación del dinamismo económico. Esto, en la medida que las confianzas de consumidores y empresas mejoraran en lo venidero.

En este contexto, se confirmaba la necesidad de continuar proveyendo a la economía de un estímulo monetario importante y que el impulso monetario actual era coherente con la convergencia de la inflación a los niveles deseados dentro del horizonte habitual de proyección. De este modo, la opción de disminuir el impulso monetario no parecía relevante para la discusión actual. Por otra parte, el alto nivel de inflación que todavía persistía en la economía, la

reciente depreciación del peso, la evolución del mercado laboral y el hecho que no era evidente que la economía necesitara un impulso monetario mayor que el actual, llevaba también a descartar la opción de nuevos recortes.

Así, la División Estudios propuso como única opción relevante mantener la TPM en 3%.

## 2. Decisión de política monetaria

En el plano internacional, todos los Consejeros destacaron, como principal novedad, la significativa caída del precio del petróleo. Un Consejero señaló que esto tenía efectos diversos sobre las distintas economías, pero en el neto era positivo para la economía mundial y muy positivo para Chile. No obstante, añadió, debía contrastarse con la disminución, bastante menor hasta ese momento, del precio del cobre.

Un Consejero concordó que el menor precio del crudo tendría efectos macroeconómicos positivos a nivel global, pero podía causar problemas a economías muy dependientes del petróleo, como Rusia, Nigeria y Venezuela. En la región, agregó, podría haber impactos significativos en Colombia y Ecuador. Se sumaba la situación de Argentina y Brasil, ya que la mantención de precios bajos por un tiempo prolongado podría postergar su recuperación económica, dada la importancia que habían ganado las actuales y eventuales inversiones en el desarrollo de proyectos energéticos de alto costo. Añadió que tampoco era descartable que este nuevo escenario provocara algún contagio financiero hacia otras economías emergentes dependientes de las materias primas, así como de bancos y compañías expuestos al sector de energía. Por lo mismo, concluyó, los desarrollos futuros en este ámbito debían ser monitoreados cuidadosamente.

Un Consejero destacó que la aguda baja del precio del petróleo parecía obedecer, en lo fundamental, a factores idiosincrásicos en la oferta de esa industria, por lo que no se debería esperar una corrección mayor en los precios de otras materias primas. Ello era especialmente importante al proyectar el precio del cobre. De todos modos, era un fenómeno que se debía seguir de cerca, toda vez que los precios de las materias primas habían mostrado una fuerte volatilidad en los últimos años. Por lo mismo, no se podía descartar que hubiera fenómenos financieros que modificaran sus precios, por lo menos transitoriamente.

En el frente interno, todos los Consejeros concordaron en que no había mayores novedades respecto de la Reunión previa. Un Consejero resaltó que más allá de los factores que estaban detrás del origen de la evolución cíclica que mostraba

la economía, las expectativas habían comenzado a jugar un rol fundamental, especialmente en lo más reciente. Ello quedaba de manifiesto al constatar la fuerte caída de los índices de confianza de empresarios y consumidores observada en el curso del año.

Respecto de la inflación, un Consejero señaló que el diagnóstico no tenía mayores cambios. Los altos registros anuales de los últimos meses respondían a factores transitorios o puntuales y estos, en un cuadro de debilidad de la demanda, deberían ajustarse a la baja y converger a la meta. Sin embargo, era necesario reconocer que la reciente depreciación del peso podría conducir a que la aproximación a la meta resultara algo más lenta que lo anticipado hace unos meses. Un Consejero añadió que entre las preocupaciones sobre la trayectoria futura de la inflación ponía especial atención a la aceleración del ritmo de aumento de los salarios. En su opinión, ella comenzaba a alejarse de las tendencias de la productividad, lo que eventualmente se podría convertir en un obstáculo para el ajuste de la inflación y podría representar una amenaza para la creación de empleos durante la fase de recuperación. A su juicio, este era un fenómeno que debía ser seguido con cuidado en los meses venideros.

Un Consejero señaló que la evolución reciente de la inflación todavía dejaba algunas interrogantes, las que se irían despejando con el tiempo. Por una parte, la inflación subyacente había sido mayor que lo previsto, lo que ponía una nota de cautela con respecto a la inflación efectiva a futuro. Se agregaba el importante aumento en los salarios nominales que, junto con la todavía reducida tasa de desempleo, evidenciaba un mercado laboral más estrecho que el que podría sugerir la desaceleración de la economía. Ello se relacionaba, además, con las naturales incertidumbres sobre la medición de las holguras de capacidad. También se debía considerar que el aumento de la inflación subyacente se relacionaba, en parte relevante, con la depreciación del peso, que había seguido acentuándose en los días previos a esta Reunión. Por cierto, puntualizó, el efecto era por una vez, pero existía el riesgo que tuviera más persistencia que la esperada. De hecho, algo de ello ya había sucedido durante el 2014. En este sentido, tampoco se podía minimizar una inflación anual en 5,5%, ya que por su nivel generaba riesgos de persistencia ligados, entre otros, a la indexación salarial. Prosiguió indicando que la fuerte caída del precio del petróleo era ciertamente una muy buena noticia para la inflación, pero, como en el general de los *shocks* de oferta, la reacción de política era menos intensa que cuando se trataba de *shocks* de demanda. Solo se debía recordar que en meses pasados nuestra política monetaria había seguido expandiéndose, incluso con inflaciones muy por sobre la meta, precisamente porque estas se explicaban en gran parte por *shocks* de oferta.

Respecto del escenario de mediano plazo, un Consejero indicó que este suponía que la economía chilena había transitado por un proceso de ajuste relevante en sus cuentas externas y en los niveles de demanda y actividad, lo que había tenido un correlato significativo en un ajuste de precios relativos, principalmente del tipo de cambio real. Esto último había tenido un efecto también significativo en la inflación del IPC. Este mismo escenario sugería que estaban las condiciones para una recuperación modesta del PIB y la demanda, gracias a la detención de la caída de la inversión privada, así como las políticas macroeconómicas expansivas, tanto monetaria como fiscal. Todo esto se vería acompañado de un retorno gradual, desde arriba, de la inflación del IPC a la meta en el curso del 2015. Sin embargo, agregó, este escenario contrastaba de cierta manera con el que se desprendía de las expectativas privadas, que contemplaban un ritmo de repunte de la actividad económica más pausado, menos inflación y, por tanto, también espacio para un relajamiento monetario adicional en el curso de los trimestres venideros. En ese contexto, añadió, el balance de riesgos respecto de la materialización de nuestro escenario base estaba sesgado hacia que la recuperación del crecimiento sería más pausada —como lo señalaban las expectativas de mercado—. Concluyó indicando que esta divergencia era relevante a la hora de explicar cómo veíamos el escenario de política monetaria hacia adelante.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que la única opción plausible era mantener la TPM en 3%. Un Consejero indicó que más allá del nivel de la TPM, le parecía, en ese momento, más relevante la discusión sobre el sesgo de la política monetaria. En su opinión, incluir un sesgo se justificaba, principalmente, en la medida que se anticiparan acciones relativamente inmediatas dentro de una estrategia definida. El escenario base del IPoM de diciembre no parecía sugerir que esto fuera así, lo que era coherente de cierta forma con mantener un sesgo neutral. De cualquier forma, en el corto plazo aparecía natural que era más fácil descartar escenarios alternativos que consideraran alzas de la TPM de aquellos que consideraran bajas. Asimismo, creía que era relevante indicar que incluir o no un sesgo en esta Reunión no restringía para nada que la política monetaria pudiera reaccionar con flexibilidad frente a un deterioro material del escenario interno o externo, que redujera de manera significativa las perspectivas de crecimiento e inflación de mediano plazo en Chile.

Un Consejero recordó que hace un par de Reuniones se anunció el fin del proceso de baja de la TPM, luego una reducción de 200 puntos base en un año. Desde entonces, las perspectivas de actividad se habían deteriorado en algo, mientras que la inflación había sido bastante mayor. Si bien la caída de los precios del petróleo facilitaría un descenso de la inflación en los próximos trimestres, su

impacto era por una sola vez. Por lo mismo, creía que la evaluación sobre la dinámica inflacionaria y el impacto de la depreciación cambiaria, en un contexto de bajo dinamismo en la demanda y la actividad, era clave para determinar la trayectoria de la TPM hacia adelante. En su opinión, los antecedentes acumulados seguían ratificando que la TPM se encontraba en un nivel bastante expansivo y que era coherente con la estabilización de la inflación en torno a 3% hacia el 2016. Esto, considerando los antecedentes del mercado del trabajo y la fluctuación de los precios relativos a los que seguiría enfrentada la economía en los próximos trimestres.

Un Consejero resaltó que resultaba difícil levantar una opción de política que no fuera mantener la TPM. Elevarla era completamente improcedente y bajarla no encontraba sustento adecuado en los antecedentes disponibles. La opción de mantener, en cambio, era coherente con un cuadro que contemplaba leves ajustes a la baja en materia de crecimiento, pero que al mismo tiempo presentaba una trayectoria inflacionaria de corto plazo que conllevaba riesgos no completamente disipados. Además, la TPM se ubicaba en un nivel suficientemente expansivo, congruente con el estado del ciclo.

Un Consejero destacó que la política monetaria se había acomodado a la etapa del ciclo que estaba viviendo la economía chilena. La TPM se había recortado fuertemente hasta colocarla en 3%, lo que la dejaba en un nivel que implicaba un impulso monetario importante. Las tasas de interés de largo plazo seguían en niveles históricamente bajos. El Banco Central tenía una perspectiva de mediano plazo, donde las expectativas de inflación se mantenían ancladas a la meta. Las expectativas a más corto plazo, aunque también importantes, eran más volátiles y estaban influenciadas por efectos puntuales, como el precio del petróleo. A pesar de todas las incertidumbres, agregó, seguía siendo válido que en los próximos meses la inflación debería descender y llegar al rango de tolerancia en el segundo trimestre del próximo año. Con esto, indicó, era evidente que mantener la TPM era la única opción plausible. Subirla no era acorde con la etapa del ciclo que vivía el país. Bajarla, con el nivel actual de inflación, tampoco parecía razonable, dado que la TPM era claramente expansiva y existían riesgos de una persistencia inflacionaria mayor que la esperada.

### 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, mantener la tasa de interés de política monetaria en 3%.