

Reunión de Política Monetaria

ENERO 2015

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°218, celebrada el 15 de enero de 2015.

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 Subrogante, don Mauricio Álvarez Montti; 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 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 Marlys 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^{1/}.

Durante el último mes, las principales noticias provenían de la economía internacional. En particular, había continuado la baja del precio de los productos básicos, llevando el precio del petróleo WTI por debajo de US\$50 el barril y el precio del cobre cerca de US\$2,5 la libra. Si bien estos cambios representaban desviaciones relevantes respecto de los valores considerados en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre, era temprano para evaluar sus

implicancias de mediano plazo para la economía internacional y local, las que dependerían críticamente tanto de su persistencia como de la composición relativa de los factores de oferta, demanda y puramente financieros que estaban detrás de ellos.

De todos modos, la corrección más reciente del precio de los productos básicos había estado asociada a mayores niveles de incertidumbre, principalmente por los impactos financieros que esta situación podría generar en el corto plazo. Lo anterior, unido a los acontecimientos en Rusia y Grecia, había afectado negativamente las condiciones financieras para las economías emergentes, incluyendo Chile. Los *spreads* soberanos de los países emergentes habían aumentado, los flujos de capitales disminuido y las bolsas se habían corregido a la baja. Consecuentemente, las monedas de estas economías, especialmente aquellas donde los productos básicos tenían mayor importancia, se habían depreciado respecto del dólar.

La otra cara de la moneda era la baja de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas cuyos activos servían de refugio en estos eventos. Los bajos niveles de la tasa de interés de largo plazo en EE.UU., si bien ayudaban a mitigar los mayores premios soberanos, acrecentaban el riesgo asociado a reversiones abruptas de esta variable. Por otra parte, el menor precio de los combustibles había generado menores inflaciones efectivas y esperadas en el mundo, lo que unido a la cada vez más probable implementación de un programa de relajamiento cuantitativo en la Eurozona, había contribuido a un mayor fortalecimiento del dólar. En este contexto, era muy probable que en el corto plazo se observaran episodios de mayor volatilidad financiera y nuevas depreciaciones de las monedas en las economías emergentes.

A pesar de los riesgos e incertidumbres asociados a estos cambios, los datos recientes sugerían que las proyecciones de actividad mundial contenidas en el IPoM seguían siendo válidas. La economía de EE.UU. se veía sólida y la Eurozona sería capaz de crecer a tasas moderadas. Las condiciones financieras, si bien algo menos holgadas, eran favorables y el precio del petróleo y del cobre deberían retornar hacia sus valores de largo plazo en los próximos 18 a 24 meses. Así, la información recabada hasta entonces sobre la economía internacional no justificaba cambios en la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria (TPM) sugerida en el IPoM de diciembre, la cual ya consideraba parte importante del impacto del menor valor de los combustibles en los precios y la actividad.

En el plano local, la actividad había evolucionado en línea con lo anticipado, dando cuenta de un fin del 2014 con tasas de crecimiento anual bajas, pero superiores a las de trimestres previos. Estas deberían ir en aumento en la medida

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

que los niveles de confianza locales repuntaran y que no hubiera sorpresas negativas en el escenario externo. El impulso asociado a la política monetaria expansiva de los últimos meses parecía adecuado y, sin duda, había contribuido a que el proceso de ajuste fuera más gradual, ayudando a mantener bajos niveles de tasas de interés en el mercado y facilitando el ajuste de los precios relativos. El mercado laboral había sorprendido por su dinamismo, con una tasa de desempleo que había disminuido a 6,1% en noviembre. Estas buenas cifras parecían contradecir en parte los datos de actividad, sin embargo, el hecho que la mayor parte de los empleos creados correspondían a cuenta propia y sin contrato escrito y que la tasa de crecimiento de los salarios reales iba en descenso, sugerían que el mercado laboral se había ido ajustando, aunque lentamente. No obstante lo anterior, el crecimiento de los salarios nominales se había acelerado, dando cuenta del impacto de los altos registros de inflación pasados sobre su dinámica, fenómeno que podría agregar mayor inercia a aquellos componentes de la inflación cuyos costos estaban más ligados al valor de la mano de obra.

La mayor caída del precio de los combustibles había llevado a una inflación del IPC algo por debajo de las proyecciones, alcanzando 4,6% en diciembre. También había influido en que las perspectivas de inflación se ajustaran a la baja para fines del 2015. Por su parte, la inflación subyacente, típicamente más relacionada con la evolución de la inflación en el mediano plazo, se había mostrado algo más dinámica que lo esperado, en parte por los efectos de la mayor depreciación del peso y en parte por la inercia propia de esta variable. Las proyecciones indicaban que la inflación del IPCSAE se mantendría por sobre 4% hasta fines del primer trimestre y que continuaría algo por debajo de este valor por varios meses.

La evolución del precio del petróleo había ayudado a que la inflación anual se corrigiera en más de un punto porcentual en pocos meses. Esta corrección, que todavía dejaría a la inflación en niveles altos, sin duda mitigaba los riesgos de mayores efectos de segunda vuelta o de un posible efecto al alza de las expectativas de mediano plazo que se habían discutido en meses previos. Sin embargo, a menos que generara riesgos relevantes para la convergencia de mediano plazo de la inflación, no era evidente que la política monetaria debía responder a cambios en la inflación asociados a factores de oferta, como era este caso.

Con todo, y reconociendo que la coyuntura actual —cruzada por los efectos contrapuestos sobre la inflación del bajo nivel de actividad y de la evolución del tipo de cambio; por un nivel relevante de incertidumbre respecto de las brechas de actividad; por posibles cambios abruptos en las condiciones financieras internacionales; y por las sorpresas en la evolución del precio internacional de

los combustibles y otros *commodities*— hacía que la proyección de la inflación y otras variables macroeconómicas fuera particularmente compleja, no se identificaban elementos que sugirieran la necesidad de introducir cambios en la trayectoria de TPM en el corto plazo.

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

2. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que las principales novedades del escenario macroeconómico provenían del ámbito externo, en particular la persistencia del descenso del precio de los productos básicos y, en especial, el del petróleo y cobre. Un Consejero destacó que la suma de noticias del último mes, positivas y negativas, parecían dar cuenta de un escenario externo más riesgoso.

Respecto de los precios de las materias primas, un Consejero indicó que tratándose de un fenómeno general que afectaba a productos industriales y combustibles, era ineludible atribuir un peso sustantivo a una demanda que aumentaba menos que lo previsto, y que por lo mismo era importante no subestimar la potencial profundidad y extensión de esta caída. Manifestó su concordancia con que el dólar seguiría fuerte a nivel global por un período que podía fácilmente durar más de un año; por tanto, era probable que este ciclo de bajos precios persistiera al menos por todo el 2015. En el caso del cobre, era evidente que la institucionalidad fiscal vigente ayudaría a amortiguar su efecto negativo, pero no lo eliminaría por completo, especialmente si este se prolongaba y comenzaba a reflejarse en las proyecciones de precios de tendencia, tal como había ocurrido durante el ciclo de alzas. A su juicio, la mayor aversión al riesgo a nivel global y las salidas de capitales en los países emergentes podrían limitar la capacidad de aplicar políticas contracíclicas si estos bajos precios se prolongaban.

Un Consejero resaltó que existían buenos argumentos para seguir trabajando con un escenario donde los fenómenos de oferta eran los principales determinantes de la caída del precio del petróleo, pero la generalización hacia otros productos básicos permitía algún cuestionamiento a esa hipótesis. Por un lado, con la información disponible sobre actividad y demanda mundial, no parecía plausible que una mayor debilidad global podría estar explicando la baja de los precios de las materias primas y el del cobre en particular. Por otro lado, había poca información sobre los factores financieros que podrían estar afectando el precio del metal. A su juicio, por ahora, lo más razonable era seguir con atención la evolución del precio del cobre, teniendo en cuenta que de persistir su caída

podría tener efectos cambiarios relevantes, también efectos fiscales, y que un mayor deterioro del mercado del cobre, especialmente con débiles perspectivas de mediano plazo, podría influir aún más en la caída de la inversión minera, que como porcentaje del PIB todavía se mantenía en niveles altos.

Un Consejero indicó que era difícil anticipar si los ajustes en los precios de las materias primas permanecerían o se revertirían parcial o totalmente. Tampoco era fácil precisar o dimensionar a estas alturas todos sus potenciales efectos, reales y financieros, sobre la economía mundial, pero si sugerían la presencia de riesgos algo más altos que los contemplados hasta ahora. En esa perspectiva, se debía entender la preocupación que despertaban varias economías emergentes con fundamentos débiles y muy dependientes de ingresos provenientes del petróleo u otras materias primas, como Rusia y algunos países de América Latina. Aunque por razones distintas, se agregaba Grecia, que había vuelto a concitar atención e inquietud. Como resultado, la aversión al riesgo había aumentado en los mercados financieros y, como era habitual en estas circunstancias, el dólar se había fortalecido. Con todo, las proyecciones de crecimiento para este año no se habían modificado sustancialmente.

En el plano interno, todos los Consejeros concordaron en que los datos de actividad y demanda conocidos en el último mes se enmarcaban dentro del escenario previsto en el IPoM de diciembre, dando cuenta de una cierta estabilización en los últimos meses. Un Consejero señaló que, por el momento, las cifras de actividad, comercio exterior y empleo reducían significativamente la probabilidad que se materializara el escenario de riesgo de menor demanda interna que se había mencionado en dicho Informe. En todo caso, prosiguió, para evaluar la oportunidad y velocidad de la recuperación habría que ver cómo evolucionaban las expectativas en los próximos meses y cuáles serían los posibles efectos del menor precio del cobre sobre ellas. Un Consejero resaltó que las expectativas de consumidores y empresarios se mantenían en niveles bastante bajos, aunque en el último mes, las de los consumidores habían mostrado un leve repunte que podría estar asociado a los ajustes en el precio de los combustibles.

Respecto de la inflación, un Consejero destacó que la baja cifra de diciembre no debía llevar a dar por ganada la batalla en este frente. A su juicio, la evolución de los salarios nominales, el IPCSAE y la reciente depreciación del peso eran factores que obligaban a mantener una atenta vigilancia sobre esta variable. Un Consejero indicó que la evolución de la inflación subyacente confirmaba el impacto que la depreciación cambiaria había tenido sobre la inflación, y también sugería la validez de la discusión sobre el nivel de las brechas de capacidad y la dificultad de observarlas. Añadió que, en lo fundamental, seguía vigente la expectativa que la inflación llegaría a 3% en la segunda parte del 2015, y que,

atendidos los antecedentes presentados, las expectativas de una caída muy fuerte en la inflación —incorporada en algunos precios de mercado— parecían no tener mucho fundamento.

Un Consejero destacó que aunque el último registro mensual era llamativo, respondía a factores muy puntuales. En el último tiempo, continuó, las cifras mensuales habían mostrado bastante variabilidad y era probable que ello se mantuviera por algunos meses. Con todo, indicó que el panorama de mediano plazo no había cambiado y seguía visualizándose una convergencia de la inflación anual a la meta en los próximos trimestres. Sin embargo, a su juicio, ello podría resultar algo más lento que lo anticipado, a pesar de la significativa corrección en el precio de los combustibles.

Un Consejero resaltó que la inflación del 2014 había cerrado por sobre 4% y no podía dejar conforme al Banco Central. No obstante, también era más de un punto porcentual inferior a la cifra de octubre, y todo parecía indicar que se iba dando la proyección de convergencia al rango de tolerancia. Sin embargo, añadió, algunos indicadores encendían alertas, pues eran menos auspiciosos. Los salarios nominales seguían subiendo a tasas elevadas, coherente con el bajo desempleo y la inflación pasada. La inflación subyacente y sus proyecciones se habían ido corrigiendo al alza, lo que de no revertirse rápidamente podría estar prediciendo una mayor persistencia en la inflación. La baja en la inflación efectiva era positiva porque reducía los riesgos de mayor propagación hacia salarios e inflación futura, pero hasta ahora los menores registros de los dos últimos meses se explicaban básicamente por la baja en el precio de los combustibles. Más aún, la depreciación, el gran elemento que había explicado el alza de la inflación en el 2014, se había intensificado en las últimas semanas. Agregó que la fuerte caída del precio del petróleo era una muy buena noticia para la inflación, pero, en general, en los *shocks* de oferta, la reacción óptima de política monetaria era menos intensa que cuando se trataba de *shocks* de demanda. De hecho, recordó, ese fue el principio que se aplicó durante todo el 2014, cuando, a pesar de *shocks* de oferta que hacían subir la inflación, se redujo la TPM en forma significativa.

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 señaló que los antecedentes provistos en el ámbito interno eran coherentes con el escenario base del IPoM, en relación con perspectivas de mayor crecimiento y menor inflación para el 2015 comparado con el 2014. Con todo, agregó, las mayores novedades venían del escenario externo y no era obvio qué dirección podrían tomar, aunque, a su juicio, predominaría un efecto a la baja en las presiones inflacionarias. En el caso del precio del petróleo, si su caída se debía a *shocks* de oferta, mitigaría las presiones inflacionarias totales, suavizaría la

dinámica inflacionaria, reduciría los costos y también mitigaría presiones inflacionarias subyacentes. En su opinión, el efecto positivo en el ingreso disponible no sería de una magnitud suficiente para compensar el impacto desinflacionario ya mencionado. Por otro lado, si el panorama que subyacía tras los menores precios de las materias primas era de un menor dinamismo en la actividad mundial, esto implicaba menores perspectivas de crecimiento y un panorama deteriorado para las economías emergentes, lo que también tendría implicancias desinflacionarias hacia el mediano plazo.

Un Consejero indicó que el cúmulo de información, el hecho que la TPM se ubicaba en un nivel claramente expansivo, los registros de inflación observados, las señales de relativa fortaleza que mostraba el mercado laboral y los riesgos que se derivaban de la volatilidad cambiaria, particularmente en el corto plazo, justificaban plenamente mantener la TPM en 3%.

Un Consejero señaló que resultaba difícil levantar una opción que no fuera mantener la TPM en 3%. El escenario descrito en el IPoM seguía siendo válido y no era prudente, tan poco tiempo después de haberlo puesto en conocimiento público, introducir ajustes o correcciones. Así, lo mejor era entregar señales de estabilidad para la política monetaria, por lo menos en el corto plazo. Agregó que existían desarrollos que debían ser bien aquilatados antes de introducir eventuales cambios en el diagnóstico y en la estrategia de política. En todo caso, ninguno de ellos era ajeno a lo descrito en el IPoM.

Un Consejero destacó que la política monetaria había actuado decididamente y era claramente expansiva. Las tasas de largo plazo habían seguido bajando y estaban en sus mínimos históricos o cerca de ellos. Además, sus efectos se habían hecho sentir en las tasas de interés de mercado, en particular hipotecarias, pero también en las tasas de interés del resto de las colocaciones. En este escenario, la única opción plausible era mantener la TPM en 3%. Subirla no estaría en concordancia con el estado cíclico de la economía y con una inflación que debiera seguir bajando. Bajarla sería asumir una posición que, a su juicio, no sería coherente con los riesgos mencionados sobre una mayor persistencia de la inflación. Destacó que algunos de estos riesgos se han ido verificando.

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%.