

Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2015

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°219, celebrada el 12 de febrero 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 subrogante, don Alejandro Micco Aguayo.

Asisten también el Gerente General Subrogante, 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 Estadísticas subrogante, don Francisco Ruiz Aburto; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Miguel Fuentes Díaz; el Gerente de Modelación y Análisis Económico, don Elías Albagli Iruretagoyena; 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; la Asesora del Ministro de Hacienda, doña María Francisca Pérez Veyl; 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 mes, en el plano externo, los bajos niveles de inflación y crecimiento habían gatillado el inicio del programa de relajamiento cuantitativo en la Zona Euro. Posteriormente, otras economías también habían decidido ampliar su estímulo monetario, generando un panorama en el que la liquidez global seguirá aumentando. La excepción más importante había sido EE.UU., donde las

condiciones de actividad e inflación sugerían que las autoridades comenzarían gradualmente a subir la tasa de política monetaria durante este año. El dólar se había apreciado durante el mes, las tasas de los bonos del Tesoro habían subido, la volatilidad había aumentado, los premios por plazo seguían bajos y los agentes todavía apostaban por un retiro más lento de los estímulos que lo sugerido por la Reserva Federal de EE.UU. (Fed).

En este contexto, las monedas de la mayoría de los países se habían depreciado respecto del dólar, pero, a pesar de la agudización de ciertos eventos geopolíticos durante el mes, no se observaban cambios relevantes en los premios por riesgo ni reversiones importantes de los flujos de capital hacia las economías emergentes. A juicio de la División Estudios, la normalización de la política monetaria en EE.UU. presentaría desafíos importantes para las economías emergentes, especialmente para aquellas cuyo financiamiento está más ligado al mercado dólar y cuyo ciclo económico difiere del de EE.UU. o de aquellas con inflación más elevada.

En la actividad, las noticias seguían mostrando los efectos contrapuestos de los beneficios del menor precio del petróleo, por una parte, y el negativo efecto del bajo dinamismo de la inversión, por otra. No obstante, la evolución de la economía internacional era coherente con una recuperación de la actividad en el mundo, en línea con las proyecciones del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre. Las noticias también reafirmaban el menor dinamismo de América Latina y de China, donde parecía que sus autoridades habían privilegiado contener las vulnerabilidades más que incentivar el crecimiento. Las dudas sobre el crecimiento en China podían explicar, en parte, que el precio del cobre no repuntara, a pesar de que la mayoría de los analistas consideraban que las condiciones fundamentales así lo justificaban. El precio del petróleo, en cambio, había tendido a aumentar, pero todo indicaba que permanecería en niveles no muy distintos de los actuales por un tiempo prolongado.

En este contexto, se esperaba que la economía externa continuara proveyendo un impulso moderado a la economía local, a pesar del marcado deterioro del precio del cobre. Sin embargo, el riesgo de eventos que generaran una mayor depreciación del peso seguía presente —quizás con mayor probabilidad que hace algunos meses—, dada la mayor divergencia entre la política monetaria de las principales economías desarrolladas, los mayores riesgos geopolíticos, el menor precio de materias primas, las dudas sobre la evolución de la economía china y los bajos niveles de premios financieros.

En el plano local, la inflación había sorprendido en enero con un registro mensual de 0,1%, algo por sobre la estimación interna y bastante por encima

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

de las expectativas del mercado. El fenómeno más notorio seguía siendo el comportamiento de la inflación subyacente, algo que se había destacado en varias Reuniones anteriores. En enero, la inflación SAE marcó 0,7% mes a mes, acumulando una diferencia relevante respecto de la estimación del IPoM en solo un par de meses, sorpresa que había sido compensada por la menor inflación de combustibles en la medición del IPC total.

El análisis sugería que el mayor dinamismo de la inflación subyacente estaba ligado principalmente a la evolución del tipo de cambio. Se estimaba que su mayor incidencia estaba relacionada con la mayor persistencia de los *shocks* cambiarios en un escenario donde, además, las holguras de actividad podrían ser algo menores, como lo sugería la evolución del mercado laboral. Así, las sorpresas de la inflación se habían concentrado mayoritariamente en los bienes más relacionados con el tipo de cambio, mientras que los otros ítems habían evolucionado acorde con lo previsto. En particular, el componente de servicios de la inflación SAE había evolucionado en línea con lo esperado y se estimaba que seguiría en niveles altos dada su persistencia habitual y el mayor dinamismo del mercado del trabajo.

La evolución de la inflación SAE haría que la convergencia de la inflación total hacia la meta fuese más lenta, con registros anuales por sobre la banda de tolerancia por un tiempo mayor que el estimado previamente. Sin embargo, las condiciones actuales eran coherentes con la convergencia de la inflación hacia 3% hacia fines del 2015. En primer lugar, los efectos del mayor tipo de cambio sobre la inflación tenderían a reducirse en la medida que esta variable se estabilizara. Segundo, a pesar del buen dato de IMACEC de diciembre, el escenario seguía siendo de una actividad y demanda débiles durante la primera mitad del 2015 y de una recuperación gradual durante la segunda mitad. Por otra parte, a pesar de las sucesivas depreciaciones nominales, el tipo de cambio real había tenido variaciones bastante más acotadas. Por último, las medidas alternativas de tendencia inflacionaria, que se concentran en los elementos menos volátiles o que eliminan ítems con cambios más bruscos, mostraban, en general, reducciones de los registros de inflación.

En este sentido, el escenario delineado en el IPoM de diciembre seguía siendo válido en lo sustancial, aunque, claramente, los riesgos al alza para la inflación habían aumentado. Como se mencionó, las condiciones externas eran propicias para cambios bruscos, posiblemente temporales, de la paridad peso-dólar. Una convergencia más lenta de la inflación podía terminar afectando a las expectativas, considerando especialmente que, a pesar del alza que estas habían tenido recientemente, las proyecciones internas de inflación de corto plazo continuaban por sobre las del mercado.

En este contexto de mayor inflación y sin que la actividad se alejara del escenario del IPoM, la opción de introducir recortes adicionales a la Tasa de Política Monetaria (TPM) no parecía relevante. Por otra parte, no se consideraba que la desviación observada en la inflación ponía en peligro la convergencia hacia la meta y los riesgos de mediano plazo en el escenario de actividad seguían mayormente a la baja, por lo que la opción de aumentos de la TPM tampoco parecía relevante. Por eso, y en concordancia con lo discutido en la Reunión previa y en el IPoM de diciembre, la División de Estudios propuso como única opción relevante mantener la TPM en 3%.

2. Decisión de política monetaria

Respecto del escenario internacional, todos los Consejeros coincidieron en que las noticias del mes se enmarcaban dentro del panorama delineado en el IPoM de diciembre.

Varios Consejeros comentaron que la recuperación de la economía de EE.UU. se estaba afianzando. Un Consejero señaló que esta economía mostraba ganancias importantes en la generación de empleos, lo cual apuntaba a que se acercaba el inicio de los aumentos en la tasa de interés de la Fed. Además, indicó que China seguía entregando señales mixtas y que persistían las dudas sobre su sistema financiero, mientras las señales del resto de los países emergentes seguían siendo menos positivas que hace algunos meses, especialmente para América Latina. Continuaba la debilidad en el crecimiento de Europa y Japón, pero, en su opinión, podría haber sorpresas positivas en los próximos meses asociadas a la depreciación de sus monedas respecto del dólar y a la ganancia de términos de intercambio vinculada a la baja de los precios del petróleo. Finalizó indicando que le llamaba la atención que las tensiones con Grecia no se hubieran manifestado en alzas de primas de riesgo del resto de Europa y su impresión era que esto reflejaba que un fracaso en las negociaciones tendría efectos menores que lo percibido en el 2013.

Un Consejero comentó que los precios de los activos financieros seguían mostrando alta volatilidad y su opinión era que esto seguiría siendo así en adelante. Ello, en un contexto en que la creciente fortaleza del dólar y los precios de las materias primas habían tendido a estabilizarse, con algunas excepciones como el petróleo, que se había recuperado.

Un Consejero planteó que Europa continuaba mostrando una marcada debilidad y una muy baja inflación, lo que había llevado a la adopción de nuevas medidas monetarias. Con ello, se intensificaba la divergencia con EE.UU. Se agregaba

que los riesgos políticos presentes en esa región no se habían despejado, aunque sus efectos hasta ahora habían sido acotados. Por su parte, las economías emergentes, con variantes, seguían reflejando bastante debilidad en su desempeño. La preocupación, en todo caso, seguía focalizada en aquellas con fundamentos deteriorados. Además, comentó que los mercados financieros no habían deparado sorpresas importantes. El dólar había vuelto a reflejar fortaleza, mientras las materias primas habían experimentado fluctuaciones, destacándose una importante recuperación del precio del petróleo.

Un Consejero resaltó que, en todo caso, los riesgos del escenario externo seguían claramente latentes. Prosiguió diciendo que era posible que implicasen menores perspectivas de inflación que las incluidas en el escenario del IPoM de diciembre, o incluso de deflación en zonas económicas importantes, junto con una divergencia de las políticas monetarias en las economías desarrolladas. En su opinión, las implicancias de estos escenarios para el equilibrio macroeconómico en Chile y, en particular, sus perspectivas inflacionarias de mediano plazo, debían seguirse con detención.

En cuanto a la actividad local, varios Consejeros comentaron que esta había sido mayor que lo anticipado, pero que había señales de que este comportamiento podía no ser permanente. Un Consejero mencionó que había factores, como la base de comparación —agricultura y paro portuario— y la entrada en vigencia de mayores impuestos a los automóviles, que hacían pensar que al menos una parte de esa recuperación era transitoria. Le llamaba positivamente la atención la consolidación de ganancias en la creación de empleo asalariado y una mejora relevante de los indicadores de actividad asociados a la edificación.

Algunos Consejeros comentaron que, como se había venido repitiendo ya hace algunas Reuniones, las cifras conocidas, junto con algunas series de demanda, sugerían cierta estabilización de la velocidad de crecimiento entre 2 y 3% durante el primer semestre. Un Consejero opinó que si bien estas no eran cifras buenas, eran coherentes con lo anticipado en el IPoM de diciembre. Continuó este Consejero señalando que las cifras de empleo y salarios seguían sorprendiendo, dando cuenta de un mercado laboral que mantenía un dinamismo aceptable. Todo ello sugería que existía espacio para mantener un crecimiento de la actividad y de la demanda en el 2015, como fue proyectado en el IPoM de diciembre.

Un Consejero resaltó que luego que las proyecciones de crecimiento para el 2015 tuvieran bajas persistentes durante todo el año pasado, estas se habían estabilizado —y en el margen aumentado— en cifras más coherentes con las estimaciones del IPoM.

Todos los Consejeros destacaron la sorpresa en la inflación. Un Consejero comentó que ello había estado acompañado además por una aceleración adicional de los salarios. Con todo, en su opinión, el mayor foco de preocupación era la inflación, la que no solo había sorprendido en enero, sino que ahora también presentaba una trayectoria algo mayor que la anticipada para los próximos meses, lo que retardaría el regreso a la meta de 3%.

Varios Consejeros relacionaron la evolución de la inflación con la del tipo de cambio. Un Consejero comentó que parte de la sorpresa en la inflación podía vincularse con aparentes efectos adicionales de la depreciación cambiaria, que había sido persistente. Como se había destacado en diversas ocasiones, el ajuste macroeconómico por el que transitaba la economía chilena, caracterizado por una significativa desaceleración, había tenido como correlato la depreciación real del peso y, en este contexto, la política monetaria se había tornado más expansiva de forma de acomodar de manera adecuada este proceso de ajuste. El que la depreciación cambiaria tuviera un mayor efecto inflacionario que el previsto podía vincularse, en su opinión, a que esta había sido más marcada en términos bilaterales con el dólar estadounidense que en términos multilaterales. Por ello, los efectos desinflacionarios que se apreciaban en la economía internacional todavía no se manifestarían en los precios domésticos, más allá de la caída del precio de los combustibles. La peculiar evolución de las paridades en el mundo, con el dólar de EE.UU. fortaleciéndose frente a la gran mayoría del resto de las monedas, sería el elemento central de este panorama.

Un Consejero atribuyó la sorpresa inflacionaria mayoritariamente a que los efectos de la depreciación cambiaria habían sido mayores que lo anticipado. En su opinión, era difícil distinguir adecuadamente la razón de esto, pero podía ser que una percepción de un tipo de cambio real más depreciado por un tiempo prolongado, o menores holguras en el mercado laboral, estuvieran dando sustento al mayor traspaso de la trayectoria del peso hacia la inflación.

Un Consejero indicó que el comportamiento de la inflación se relacionaba fundamentalmente con el tipo de cambio. La depreciación del peso había sido mayor y más persistente que lo esperado originalmente. Más aún, más allá de la usual volatilidad de esta variable, el mercado esperaba que el tipo de cambio se mantuviera en estos niveles por un período prolongado. Ello, a diferencia de otros episodios en que la depreciación había sido más transitoria. A su juicio, también se relacionaba con un coeficiente de traspaso superior a lo visto en oportunidades previas, lo que podía relacionarse con una brecha menor a la estimada, algo que era más coherente con la evolución de indicadores del mercado laboral, como el desempleo y los salarios.

En opinión de un Consejero, era indudable que el mercado laboral había seguido una dinámica inesperadamente resiliente. Sin embargo, no estimaba que, por ahora, esto implicara restricciones cuantitativamente relevantes que estuvieran generando presiones inflacionarias subyacentes, asunto que, de todos modos, se debía continuar monitoreando.

Algunos Consejeros resaltaron que la sorpresa inflacionaria respecto de las expectativas privadas había sido significativamente superior a la correspondiente a las proyecciones internas. En ese sentido, un Consejero creía relevante destacar que el diagnóstico de política monetaria entregado en el Informe de diciembre fue transparente al no validar lo que en su momento eran expectativas privadas de muy baja inflación para este año.

Un Consejero era de la opinión que como el efecto del menor precio de los combustibles no había sido suficiente para compensar la presión alcista proveniente de otros rubros, se ponía de relieve que la trayectoria inflacionaria en adelante no estaba exenta de riesgos. Si bien el diagnóstico de una inflación anual que converge a la meta no había cambiado, la trayectoria de corto plazo conllevaba riesgos que no se podían desconocer y lo más probable era que la aproximación a la meta sería más lenta que lo anticipado. Por ello, finalizó, la trayectoria de la inflación requeriría de un atento seguimiento en los próximos meses, incluyendo el monitoreo de sus determinantes de corto plazo y, particularmente, de la dinámica salarial.

Respecto de la decisión de política, todos los Consejeros compartieron la visión que la única opción plausible era mantener la TPM en 3%. Un Consejero estimó que, en todo caso, había aparecido un riesgo significativo de que la inflación permaneciera por un tiempo más prolongado por arriba de la meta, lo que podría requerir una acción correctiva de la política monetaria.

Un Consejero, junto con mencionar que claramente la opción de mantener la TPM se imponía ante cualquier alternativa, resaltó que, en su opinión, quedaba en evidencia que no se avizoraba en un futuro cercano la opción de bajar la TPM.

Un Consejero comentó que el escenario que se enfrentaba presentaba una trayectoria para la actividad similar a la visualizada con antelación, con una inflación algo más alta en el corto plazo, pero que convergía siempre a la meta en el horizonte de política. En estas circunstancias, lo recomendable, en su opinión, era reafirmar la orientación de la política. Prosiguió señalando que la TPM se ubicaba en un nivel que, en lo grueso, era coherente con las condiciones externas y el estado de la economía interna. Estimó que los antecedentes disponibles no eran suficientes para sugerir o anticipar un próximo movimiento. Además,

la preparación del IPoM brindaría una buena oportunidad para revisar el diagnóstico y entregar señales más precisas sobre los próximos pasos. Finalizó destacando que el sector privado había ido asumiendo el diagnóstico del Banco Central y, consecuentemente, había eliminado del horizonte los recortes que esperaba para los próximos meses. Cambiar abruptamente las señales de política podía introducir un ruido alto en la formación de expectativas.

Un Consejero argumentó que todo indicaba que la inflación iría gradualmente convergiendo a la meta de 3%, entre otros elementos por la ampliación de la brecha y la baja inflación internacional, pero los elementos analizados en la Reunión naturalmente llevaban a una mayor cautela en la política monetaria. Esta había hecho una contribución significativa a la recuperación de la economía, inyectando un estímulo muy relevante en el momento adecuado. Más aún, las tasas de interés de largo plazo seguían muy bajas, con aquellas en UF marcando nuevamente récords históricos. A su juicio, al menos por un tiempo, no se vislumbraba más espacio para un mayor estímulo monetario. En este escenario, bajar la tasa de interés no estaba en el menú de opciones dada la inflación y sus perspectivas. Subirla no era coherente con el estado cíclico de la economía y con las proyecciones que la inflación iría convergiendo, aunque gradualmente, a la meta.

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%.