

Reunión de Política Monetaria

MARZO 2015

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°220, celebrada el 19 de marzo 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, 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 Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; 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 Gerente de Estadísticas Macroeconómicas, doña Gloria Peña Tapia; el Jefe del Departamento de Análisis Internacional, don Diego Gianelli Gómez; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Claudio Soto Gamboa; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista Senior 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, basadas en información públicamente disponible, pueden ser consultadas en la página web del Banco^{1/}.

En el plano externo, desde la última Reunión habían continuado los movimientos expansivos de la política monetaria en el mundo, intensificando el cuadro de mayor liquidez mundial. En este ámbito, la principal noticia era el reciente comunicado de la Reserva Federal, que, si bien dejaba abierta la puerta para el inicio de aumentos de tasas, resaltaba por su carácter más cauto. Ello ayudaría a mantener condiciones financieras más holgadas y, en ese sentido, era positivo. Sin embargo, no estaba exento de riesgos, ya que los premios por plazo y por riesgo parecían estar particularmente comprimidos, situación que podía tener reversiones abruptas, causando variaciones bruscas del precio de los activos y las monedas alrededor del mundo. La alta sensibilidad que los tipos de cambio, los precios de los distintos activos financieros, e incluso de las materias primas, habían mostrado a noticias de la economía estadounidense, daba cuenta de que este era un riesgo relevante. En todo caso, la cautela de la Reserva Federal limitaba en cierta forma el riesgo antes mencionado.

La excepción a este ambiente de relajamiento monetario seguía siendo América Latina, donde la inflación había tendido a subir de la mano de importantes depreciaciones de sus monedas. Ello había generado un escenario donde no parecía haber espacios para recortes de tasas, a pesar de las continuas correcciones a la baja en el crecimiento esperado.

Durante el mes, también había cambios importantes del precio del petróleo y del cobre. Respecto de la Reunión pasada, el primero cayó cerca de 10%, mientras que el segundo subió algo más de 2%. Estos movimientos, que parecían estar relacionados con elementos propios de cada mercado, se daban en medio de una alta volatilidad, dificultando la evaluación de su persistencia.

Los datos recientes y el análisis preparatorio del IPoM de marzo sugerían que el impulso externo sería moderado, pero mayor que el del 2014. Además, indicaba que los riesgos seguían cargados hacia una menor actividad y que varios de ellos tendrían asociadas depreciaciones del peso relevantes.

En el plano local, el cierre de las cuentas nacionales del 2014 y los datos coyunturales daban cuenta de un escenario muy similar al previsto en el IPoM de diciembre. Esto era, un acotado dinamismo de la actividad y de la demanda. Los riesgos locales y externos tampoco mostraban variaciones relevantes respecto de Reuniones pasadas. La tasa de desempleo continuaba en niveles históricamente bajos, dando cuenta de un mercado laboral con un grado de fortaleza aún relevante. Si bien estos números parecían discordantes con el estado del ciclo económico, algunos factores de tipo estructural —como la menor participación

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

laboral de los jóvenes y la mayor participación de edades más avanzadas—podían explicar, en parte, por qué la tasa de desempleo estaba tan por debajo de sus promedios históricos. Además, si bien la creación de empleo no había variado significativamente en los últimos meses, los sectores más cíclicos estaban destruyendo, o al menos no estaban creando, empleo. Además, una porción relevante del nuevo empleo era de características más precarias. De todos modos, los salarios nominales seguían creciendo a tasas elevadas, fenómeno que, a juicio de la División Estudios, estaría más relacionado con los efectos de la alta inflación vía indexación que a un aumento de presiones en el mercado laboral.

Respecto de los precios, las noticias del último mes seguían dando cuenta de una inflación alta, superior a la prevista en el IPoM de diciembre y que se mantendría sobre 4% por un tiempo mayor que el proyectado en dicha ocasión. La inflación de febrero había sido igual a la proyección interna, pero nuevamente mayor que lo esperado por los agentes de mercado, quienes, después de este dato, habían ajustado al alza sus perspectivas para la inflación, acercándose así a las proyecciones internas.

Las expectativas de mercado seguían en torno a 3%, a pesar de la seguidilla de sorpresas, de la persistente depreciación del peso y de que se preveían altos registros de inflación para los meses que siguen. El comportamiento de las expectativas era un riesgo que se debía monitorear con cuidado en un escenario de alta inflación y donde el riesgo de ocurrencia de *shocks* externos que generaran depreciaciones adicionales del peso era relevante.

El aumento de la inflación y el origen de los errores de proyección habían estado ligados, principalmente, al mayor impacto del tipo de cambio, fenómeno que, a su vez, estaría relacionado con la mayor depreciación del peso, la inusual duración del *shock* depreciativo, la desaceleración más gradual de la economía comparada con otros episodios depreciativos, y a que era probable que las brechas estuvieran fueran algo menores que lo pensado previamente. Con todo, el cambio en los precios relativos asociado a esta depreciación era, en gran parte, un elemento necesario del proceso de ajuste y al que se había hecho referencia en varias ocasiones anteriores.

En este escenario de actividad débil y con riesgos a la baja, de un mercado laboral que debería debilitarse, de expectativas de inflación en 3% en el horizonte de proyección, y de sorpresas inflacionarias que parecían estar en gran parte relacionadas con el ajuste cambiario necesario en este ciclo económico, la opción de subir tasas en esta Reunión no parecía relevante. Esto, a pesar de que los altos niveles de inflación y los riesgos asociados a ellos sin duda condicionaban

los espacios disponibles para la política monetaria. Por lo demás, estando en pleno proceso de análisis del IPoM, parecía razonable utilizar esa instancia de análisis para evaluar los supuestos que subyacían al escenario antes mencionado, en particular la trayectoria de TPM incorporada en él y los riesgos para la convergencia de la inflación.

Por el contrario, en las condiciones actuales, la opción de un recorte adicional no solo parecía innecesaria, sino que inconveniente, por lo que la División Estudios la descartaba de plano para esta Reunión. Esta visión parecía estar bien internalizada por el mercado, toda vez que la posibilidad de recortes adicionales habían desaparecido virtualmente. Por estas razones, la División Estudios propuso como única opción relevante mantener la TPM en 3%.

2. Decisión de política monetaria

En el plano interno, todos los Consejeros coincidieron en que la actividad y la demanda interna seguían en línea con el escenario previsto en el IPoM de diciembre, indicando que luego de una significativa desaceleración en el curso del 2014 el ciclo se había estabilizado.

Un Consejero destacó que la evolución de la actividad y de la demanda eran una buena noticia, dados los riesgos presentes. A su juicio, todo indicaba que el proceso de ajuste real se había ido dando en los términos anticipados y según patrones normales. En todo caso, agregó, persistía el desafío de que los índices de confianza o expectativas se recuperaran.

Un Consejero señaló que los datos confirmaban el diagnóstico de una recuperación acotada de la economía. Resaltó la evolución del mercado laboral, especialmente por la limitada sensibilidad que, hasta ahora, mostraba respecto del ciclo económico, más allá de la evaluación de cuáles eran los niveles de desempleo de largo plazo. En su opinión, esto coincidía con la trayectoria de los salarios, que mantenían un dinamismo relevante —un tema sobre el cual se debía poner más énfasis— y podía estar explicando, en parte, el dinamismo o los altos niveles que había mostrado la inflación. No obstante, recalcó que, en lo fundamental, la evidencia mostraba que la depreciación del peso era el principal determinante de la tasa de inflación. En términos multilaterales, la depreciación del peso también había sido importante, pero bastante más acotada, lo que abría ciertas preguntas. Una alternativa era que ante el cambio de las condiciones externas, el ajuste en los precios relativos que requería la economía chilena no era tan grande; la otra, que la presión en el mercado laboral y los costos de los bienes no transables habían limitado, hasta ahora, el ajuste cambiario real.

Respecto de la inflación, algunos Consejeros llamaron la atención sobre la evolución de las expectativas privadas y cómo ellas se habían ido ajustando al escenario que preveía el Banco. Añadieron que, junto con un proceso de moderado crecimiento, se avizoraba una convergencia de la inflación a la meta más lenta que la prevista hace algunos meses.

Un Consejero destacó que las noticias sobre la inflación eran menos alentadoras que para la actividad. La visión de una inflación que convergería a la meta no había cambiado, pero los nuevos antecedentes apuntaban a que sería bastante más lenta. Agregó que, sin perder de vista que la trayectoria de la inflación respondía en lo fundamental al proceso de ajuste interno, era preciso mantener un atento seguimiento sobre la evolución de la dinámica inflacionaria en los próximos meses. Ello suponía, desde luego, el monitoreo de sus principales determinantes de corto plazo en esta coyuntura, como eran la evolución del tipo de cambio y de los salarios nominales.

Un Consejero señaló que la mayor preocupación del Banco Central era la inflación. Ella seguía por sobre el rango de tolerancia y se estimaba se mantendría en ese nivel por un tiempo más prolongado. Aunque la distancia respecto de la parte superior del rango era acotada, no se podía minimizar el riesgo de que la inflación se mantuviera en ese nivel por más tiempo o incluso subiera por sobre los niveles actuales. Agregó que las expectativas de mercado se habían ajustado al alza y superaban a las del IPoM de diciembre en los plazos más cortos. Esto, aun considerando que cuando se dio a conocer el IPoM de diciembre la proyección del Banco fue evaluada como elevada por gran parte del mercado. La inflación subyacente, puntualizó, había tenido una dinámica similar. Agregó que la mayor inflación se explicaba principalmente por el mayor tipo de cambio y por su persistencia, lo que la diferenciaba de períodos previos. El mayor coeficiente de traspaso, al menos mayor que el previsto originalmente, llevaba a pensar que las holguras de capacidad eran probablemente menores que las que se creían en un principio. Además, ello era coherente con el bajo desempleo y la evolución de los salarios. De todos modos, aunque las expectativas de inflación a un año habían subido fuertemente en los últimos meses, en general, eran bastante volátiles a ese plazo. En cambio, las expectativas a dos años plazo se habían mantenido ancladas en 3%.

Sobre el escenario externo, todos los Consejeros destacaron que, en términos generales, la economía global había evolucionado en línea con el escenario del último IPoM. Se observaba un aumento de la actividad algo mayor que el esperado en Europa, una consolidación del crecimiento de EE.UU. y una caída del precio del petróleo algo mayor que lo anticipado, todo lo cual apuntaba en un sentido positivo. Sin embargo, al mismo tiempo, había mayor debilidad en

América Latina, especialmente en Brasil, y los datos de corto plazo de China también sugerían un crecimiento más débil.

Todos los Consejeros resaltaron la sensibilidad de los mercados financieros internacionales a los cambios sobre las expectativas respecto de la política monetaria en EE.UU. También concordaron en que el principal riesgo del escenario externo se relacionaba con los ajustes esperados en la política monetaria de esa economía y con un fortalecimiento adicional del dólar. Un Consejero destacó que el último Comunicado de la Reserva Federal dejaba claro que el alza de su tasa de referencia sería más gradual que lo planteado hasta su reunión previa. A su juicio, esta era un asunto no menor, porque reducía, aunque obviamente no eliminaba, los riesgos de aumentos bruscos de las tasas de largo plazo y, luego, de detenciones bruscas de los flujos de capital.

Un Consejero agregó que creía importante mencionar que las condiciones económicas vigentes en algunos países emergentes daban cuenta de ajustes y de riesgos importantes. A su juicio, los movimientos cambiarios en estas economías reflejaban el cambio en las condiciones externas que enfrentaban y del ajuste requerido en su demanda interna.

Con respecto a la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que la única opción plausible era la presentada por la División Estudios, de mantener la TPM en 3%.

Un Consejero destacó que los cambios respecto de la conducción de la política monetaria implícita en las expectativas privadas habían sido bastante intensos. En particular, resaltó que hace un tiempo el mercado anticipaba un mayor relajamiento monetario en el 2015 —en torno a 50 puntos base de menor TPM—, lo que había tendido a disiparse. Esto se fundamentaba en una visión de mayor debilidad del crecimiento y de menores presiones inflacionarias que lo que se percibía en la actualidad. A su juicio, un corolario claro de lo anterior era que el mayor impulso monetario entregado durante el 2014 había sido apropiado, pues permitió amortiguar el efecto del deterioro de las condiciones macroeconómicas sobre el crecimiento y la demanda. En su opinión, seguía siendo el caso que los vaivenes en el escenario internacional de los últimos meses no eran muy significativos, en contraposición a sus riesgos potenciales. En particular, por el inicio del proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. La incertidumbre respecto de cómo esto afectaría los mercados financieros internacionales, las economías emergentes, las condiciones externas y las perspectivas inflacionarias de mediano plazo para Chile eran elevadas. Por esto, aunque creía que la única opción plausible para esta Reunión era mantener la TPM en 3%, también creía que era prematuro descartar explícitamente, y

de plano, algunas otras opciones de política alternativas. A su juicio, dada la importancia comunicacional y táctica de las decisiones del Banco, era inoportuno dar mayores señales de certeza dado el contexto internacional vigente.

Un Consejero destacó que si bien se podría argumentar la validez de la opción de subir la TPM como una forma de asegurar que las expectativas se mantuvieran bien ancladas en torno a la meta, creía que era prematuro, ya que correspondería más bien al tipo de acción que se debía tomar en un escenario peor que el que se tenía.

Un Consejero señaló que la política monetaria había acompañado de buena forma el proceso de desaceleración de la economía y, a juzgar por la evolución del tipo de cambio, las condiciones financieras internas y la trayectoria de la inflación, el aporte había sido significativo. Por lo mismo, en su opinión, por ahora no existía espacio para aumentar el estímulo monetario. A su juicio, esto era especialmente crítico, porque consideraba que los riesgos más importantes venían de la posibilidad que la volatilidad cambiaria se agudizara y mantuviera presiones inflacionarias más allá de lo deseado, en un contexto en que la economía no profundizaría su desaceleración.

Un Consejero indicó que resultaba difícil sustentar una opción de política que no fuera mantener la TPM. La opción de recortarla debía ser descartada de inmediato, por improcedente. La opción de subirla admitía, en principio, algún grado de plausibilidad, pero una evaluación atenta de todos los antecedentes también conducía a desecharla. En el escenario que se enfrentaba, lo recomendable, sin duda, era reafirmar la orientación general de la política monetaria, pues entregar una señal distinta podría tener efectos adversos sobre la formación de las expectativas de mercado.

Un Consejero indicó que el Banco Central había hecho su trabajo, con una política monetaria contracíclica significativa y oportuna. Sin embargo, era evidente que los desarrollos en la inflación, en particular respecto de sus expectativas, indicaban que en la actualidad no existía espacio para mayor estímulo monetario. La opción de subir la TPM tampoco parecía razonable en esta oportunidad. No obstante, creía que no se podía descartar a priori que esta opción fuera válida en un futuro próximo. De hecho, los precios de mercado ya incorporaban un aumento de la TPM para el tercer trimestre de este año y las encuestas de expectativas la consideraban para el próximo año. Con todo, concluyó, el análisis apuntaba a que la inflación iría gradualmente convergiendo a la meta de 3%, entre otros elementos por mayores holguras de capacidad y por una muy baja inflación internacional. Sin embargo, los riesgos habían aumentado y se debía estar atentos a ellos.

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%.