

Reunión de Política Monetaria

ABRIL 2015

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°221, celebrada el 16 de abril de 2015.

Asisten el Presidente don Rodrigo Vergara Montes, el Vicepresidente don Enrique Marshall Rivera y los Consejeros don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

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 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; el Periodista don Jaime Troncoso Rojas; y la Secretario General subrogante, doña Yennifer Chahuán Jadue.

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/}.

Los datos conocidos desde el cierre estadístico del IPoM de marzo confirmaban el escenario base ahí propuesto.

En el plano externo, a pesar de que los datos habían sido algo más débiles que lo esperado, la recuperación de la economía estadounidense parecía sólida. En la Eurozona, los mejores índices de confianza y algunos datos duros mejores que lo previsto habían reforzado la visión positiva respecto de su economía y de la posible consolidación de su recuperación. Las economías emergentes seguían mostrando señales de mayor debilidad, especialmente en América Latina. También resaltaba el caso de China, donde las noticias recientes habían sido en su gran mayoría negativas.

Los mercados financieros internacionales seguían mostrando volatilidad. La debilidad de los datos en EE.UU. había retrasado el momento en que el mercado esperaba que la Reserva Federal subiera por primera vez la tasa de política, lo que había repercutido en cambios relevantes en los precios de otros activos. Los tipos de cambio se habían apreciado, las bolsas habían aumentado y los premios por riesgo, retrocedido. No obstante lo positivo que eran estos movimientos, también daban cuenta de la sensibilidad del precio de los activos financieros a las noticias provenientes de EE.UU. y de los riesgos asociados a esta situación. Los precios de las materias primas habían tenido movimientos mixtos, resaltando la estabilidad del precio del cobre, el aumento del precio del petróleo y la debilidad del precio de algunos alimentos. En términos gruesos, estos movimientos estaban en línea con lo esperado en el IPoM.

En el plano local, los datos de actividad y demanda confirmaban la estabilización del crecimiento en niveles algo por sobre 2%. Respecto de la aceleración esperada de la tasa de crecimiento durante el segundo semestre de este año, las noticias eran mixtas. Por una parte, los datos de importaciones mostraban que la inversión había sido más débil que lo previsto, pero las expectativas de los empresarios habían continuado al alza durante marzo. La tasa de desempleo seguía en niveles bajos, pero el crecimiento del empleo había sido el menor desde la crisis global del 2009. Esto, a pesar de que el aumento de la ocupación en el sector agrícola se había beneficiado de una baja base de comparación y que los empleos que se autoreportan como asociados al sector público habían continuado creciendo de manera robusta. Las expectativas de los hogares se habían corregido a la baja durante marzo, principalmente por el deterioro de las perspectivas para el país, pero no por una peor situación personal.

Respecto de la evolución de los precios, después de varios meses de sorpresas al alza, la inflación de marzo estuvo por debajo de lo esperado por el mercado y lo

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

considerado en las proyecciones del Banco. Asumiendo que estas sorpresas eran persistentes y dado el efecto de la reciente apreciación del peso en el escenario de combustibles, la inflación debería estar dentro del rango de tolerancia dentro de los próximos meses y a fin de año estaría más cerca del 3% que lo proyectado en el IPoM. Estos desarrollos eran positivos y en eso no había dudas. Sin embargo, era importante notar que la menor inflación respecto de lo esperado estaba asociada al comportamiento a la baja de algunos alimentos y a la apreciación del peso, elementos altamente volátiles y cuyos movimientos podrían revertirse o intensificarse en los meses siguientes. Además, el precio del petróleo WTI en dólares había tenido un aumento importante en los últimos días, lo que también podría modificar este escenario. La inflación SAE, en cambio, había evolucionado en línea con lo anticipado, ratificando así el escenario propuesto en el IPoM. Las expectativas de mercado para la inflación de mediano plazo seguían bien ancladas en 3%.

La publicación del IPoM había tenido un impacto relevante en los precios financieros. Las expectativas para la tasa de interés de política monetaria habían eliminado la posibilidad de recortes adicionales, el peso se había apreciado más que otras monedas comparables y las expectativas de inflación se encontraban en niveles muy similares a los proyectados en el IPoM. Así, a diferencia de lo ocurrido en meses anteriores, no se veían mayores discrepancias entre la visión del Banco y la del promedio del mercado.

Respecto de la evolución más probable de la política monetaria, en el IPoM se comunicó que, de darse el escenario base propuesto, lo más probable era que a fines de este año o principios del próximo sería el momento adecuado para la discusión respecto de la normalización de la política monetaria, ya que a esa altura habría claridad respecto de la convergencia de la inflación hacia la meta y el crecimiento de la economía se encaminaría más claramente hacia niveles suficientes para iniciar el cierre de las brechas de capacidad. Esto, evidentemente, en un contexto donde la política monetaria seguía y seguiría entregando un impulso relevante a la economía. Los datos recientes eran coherentes con este análisis y no se requerirían modificaciones adicionales de la TPM durante los próximos meses. De este modo, la División Estudios propuso como única opción relevante mantener la TPM en 3% y mantener el sesgo neutral.

2. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que las noticias del último mes, más allá de desarrollos puntuales, reafirmaban el diagnóstico delineado en el IPoM de marzo.

En el plano externo, algunos Consejeros comentaron los riesgos que suponían los datos más recientes de China y expresaron su preocupación por el continuo deterioro de la situación griega. Un Consejero comentó que la gradual desaceleración de China era posiblemente el factor de riesgo de mayor impacto en la economía nacional en los próximos años y debía ser monitoreado cuidadosamente. En su opinión, era positivo que este fuera un proceso gradual y que no había desembocado en una crisis, algo que siempre era una posibilidad después de un largo período de rápido crecimiento y de fuertísima expansión del crédito. Sin embargo, prosiguió, también era indudable que una desaceleración adicional, aunque fuera gradual, podría tener efectos significativos sobre los mercados de materias primas industriales, incluido el cobre.

Varios Consejeros comentaron que las noticias de las economías emergentes eran algo más pesimistas, entre ellas América Latina, lo que seguía contrastando con la fortaleza de EE.UU. y la confirmación de la moderada recuperación de Europa. Un Consejero tenía la impresión de que tanto Colombia como Perú estaban en las primeras etapas de un ajuste significativo de la demanda interna, asociado al impacto sobre las inversiones del deterioro de los precios de sus exportaciones. Si bien había algunos paralelos con lo sucedido en Chile, posiblemente con algunos rezagos, sus espacios de maniobra fiscal y externo eran distintos y, por lo tanto, era algo que debía ser seguido con atención, en la medida que existía un riesgo latente sobre los flujos financieros a países emergentes. La Alianza del Pacífico era vista posiblemente como una subclase de activos dentro del mundo de los emergentes, subclase de la cual obviamente Chile formaba parte.

En el plano local, todos los Consejeros destacaron el último registro de inflación, que había resultado menor que lo previsto. Algunos Consejeros resaltaron que esta cifra reflejaba principalmente una menor presión en precios considerados volátiles —como alimentos—, mientras que la tendencia subyacente se había mantenido en línea con lo esperado. Esto último daba cuenta de que la evaluación del impacto de la depreciación del peso sobre la inflación y las dudas sobre los niveles de holgura en la economía y en el mercado laboral seguían siendo válidas. Un Consejero indicó que no se podía descartar que las holguras de capacidad hayan sido algo menores que las estimadas originalmente, y que esto mismo se haya traducido en un coeficiente de traspaso mayor. Las bajas tasas de desempleo y la persistencia en el crecimiento de los salarios que exhibía la economía eran un reflejo de holguras algo menores. No obstante, ciertos indicadores del mercado laboral hacían prever que habría un aumento de las tasas de desempleo en los meses venideros.

En opinión de un Consejero, el registro de inflación de marzo contribuía a generar una visión algo más auspiciosa sobre su evolución en el corto

plazo, reforzaba el diagnóstico de convergencia a la meta en un horizonte de mediano plazo y reducía el riesgo de que las expectativas del sector privado se desalinearan. Prosiguió este Consejero argumentando que, sin embargo, la dinámica inflacionaria de corto plazo no dejaba de ser materia de preocupación, pues la cifra del último mes había estado afectada por factores puntuales. A ello se agregaba que el riesgo de un dólar más apreciado en los mercados internacionales seguía presente y que el ritmo de expansión de los salarios nominales, si bien se había estabilizado, se mantenía en niveles relevantes.

Algunos Consejeros destacaron la baja reciente del tipo de cambio, relacionada con las expectativas de postergación de las alzas de tasas de interés en EE.UU. más que con fenómenos locales. Un Consejero señaló que la volatilidad del tipo de cambio y de otros activos financieros hacía mirar con cautela la dependencia de las proyecciones de inflación de movimientos cambiarios en el corto plazo.

En cuanto a la actividad local, los Consejeros concordaron en que esta había evolucionado de acuerdo con lo esperado. Un Consejero comentó, sin embargo, que la demanda, en particular la inversión, seguía mostrando debilidad. En el escenario base, el PIB de los dos primeros cuartos del año sería algo mayor que el de los últimos dos del año pasado. Más importante aún, hacia la segunda parte del año se vería un repunte aún mayor. Las expectativas internas y el escenario internacional antes descrito eran dos elementos de riesgo en esta materia.

En opinión de un Consejero, los datos de actividad y demanda iban configurando un escenario de crecimiento bajo, con proyecciones en la inversión —especialmente en maquinaria y equipos— que anticipaban tasas de crecimiento negativas para la formación bruta de capital fijo en el primer semestre. Esto constituía un cambio relevante, especialmente cuando se comparaba con las proyecciones de hace dos o tres meses. Expresó su cautela respecto de este fenómeno, que tenía como correlato un ajuste bastante importante en la cuenta corriente —mayor que el experimentado en otros países de similares características—, y que podría acentuarse durante el 2015. Continuó señalando que el ajuste en cuenta corriente había venido acompañado de una depreciación importante del peso en términos reales, aunque en los últimos meses esa tendencia se había revertido, con lo que la moneda chilena se ubicaba en línea con los valores observados en los últimos veinte años. Esto contrastaba con la dinámica de la actividad y la demanda, lo que podría estar sugiriendo que el ajuste en inversión —y el ajuste de cuenta corriente— podría ser mayor que lo requerido. Finalizó argumentando que esta discusión también se derivaba de las últimas publicaciones de cuentas nacionales sobre inversión minera, que mostraban un fuerte aumento del ratio de inversión minera a PIB en el 2013. Este análisis era un insumo relevante

para la continua evaluación sobre el PIB potencial y las presiones inflacionarias de mediano plazo.

Un Consejero, junto con reconocer que la actividad y la demanda local crecían moderadamente —coherente con el escenario del IPoM—, resaltó que proyecciones para el año en su conjunto suponían un mejoramiento de los indicadores de confianza. Por el momento, estos permanecían en zona pesimista y no todos los últimos movimientos habían apuntado en la dirección esperada.

Un Consejero manifestó que el análisis de las consecuencias de los aluviones en Atacama apuntaba a un impacto significativo en el PIB de recursos naturales en marzo y abril, lo que debería ser tomado en cuenta al momento de analizar y comunicar las cifras económicas en el futuro inmediato.

En cuanto a la decisión de política monetaria, todos los Consejeros estuvieron de acuerdo con que la única opción plausible era mantener la TPM en 3%.

Un Consejero resaltó que tanto las tasas de mercado a distintos plazos como los registros observados y las expectativas de inflación daban cuenta de que la política monetaria expansiva había sido la adecuada en este ciclo, y concordó con el mensaje del IPoM que una trayectoria estable de la TPM en los próximos meses era, en estas condiciones, la única opción válida.

Un Consejero planteó que la opción de recortar debía ser descartada de inmediato por improcedente. La opción de subir, que había adquirido algún grado de razonabilidad un mes atrás, parecía haber perdido sustento en el corto plazo con los nuevos antecedentes y, por tanto, también debía ser descartada. En su opinión, lo recomendable era reafirmar la orientación general de la política monetaria, pues entregar señales distintas, en circunstancias que el sector privado había asimilado crecientemente el diagnóstico del Banco, podría tener efectos adversos sobre la formación de expectativas. Finalizó su argumentación destacando que un elemento adicional era el bajo dinamismo en el mercado del crédito, lo que era completamente coherente con la debilidad de la demanda ya comentada.

Un Consejero consideró importante insistir en la labor desarrollada por el Banco Central desde hacía ya dos años, incluso antes que se vieran en forma efectiva las cifras de desaceleración, primero con un mensaje más expansivo y luego con bajas de la TPM que en el acumulado llegaron a 200 puntos base. Los desarrollos recientes en materia de inflación más las proyecciones sobre esta variable indicaban que por el momento no existía espacio para un mayor estímulo monetario. También era cierto que en el escenario base, donde la

actividad tendría un repunte claro en la segunda parte del año, a fines de este año o principios del próximo se podría estar evaluando la posibilidad de empezar a normalizar el estímulo monetario. Por cierto, prosiguió, los desarrollos en materia de inflación y sus perspectivas indicarían si ese plazo se acortaría o se alargaría. También consideró importante mencionar que una normalización de la política monetaria no implicaba que esta dejara de ser expansiva. De hecho, era esperable que la TPM siguiera en terreno claramente expansivo, aunque en menor grado, por un tiempo prolongado. La opción de subir no parecía razonable, al menos por el momento, hasta no tener más información que confirmara las proyecciones. Por otra parte, la opción de bajar no tenía, a su juicio, mayor espacio en las actuales condiciones.

3. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Vergara, del Vicepresidente señor Marshall y de los Consejeros señores Claro y Vial, mantener la tasa de interés de política monetaria en 3%.