

Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2015

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°229, celebrada el 17 de diciembre de 2015.

Asisten el Presidente don Rodrigo Vergara Montes, el Vicepresidente don Sebastián Claro Edwards y los Consejeros don Joaquín Vial Ruiz-Tagle, don Pablo García Silva y don Mario Marcel Cullell.

Asiste el Ministro de Hacienda subrogante, don Alejandro Micco Aguayo.

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; la Gerente de División Estadísticas, doña Gloria Peña Tapia; 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 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 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, que en esta ocasión correspondió al resumen del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre de 2015, 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/}

Las noticias conocidas desde la última Reunión de Política Monetaria, así como el análisis del IPoM de diciembre, daban cuenta de que el escenario planteado

en el IPoM anterior, con mayores presiones inflacionarias de corto plazo, pero menores en el mediano, se había intensificado. En el corto plazo, la inflación subyacente había sido algo mayor que lo presupuestado, en un contexto donde el peso se había depreciado, las holguras de capacidad seguían acotadas —como lo sugería la evolución del mercado laboral— y los patrones históricos de indexación continuaban actuando. En este contexto, la inflación de servicios —IPCSAE servicios— continuaba alta, sin indicios de que fuera a sufrir una corrección rápida, y el aumento de la inflación de bienes —IPCSAE bienes—, muy asociado a la evolución del tipo de cambio, seguía explicando la mayor parte del aumento de la inflación en los últimos trimestres.

Por otra parte, el escenario de crecimiento para el 2016 se había corregido a la baja desde el IPoM de septiembre, en gran parte como consecuencia del deterioro del escenario externo, donde el crecimiento de los socios comerciales se había corregido algo a la baja y las condiciones financieras globales que enfrentaban las economías emergentes se habían vuelto menos favorables, todo esto en un ambiente de claro deterioro de los términos de intercambio.

En este escenario, la proyección de inflación subyacente se corregía al alza fundamentalmente por una mayor inflación prevista durante los primeros meses del 2016, mientras que hacia fines del 2016 e inicios del 2017 se esperaban velocidades de inflación algo menores. La reciente baja del precio de los combustibles y la menor incidencia de los alimentos también habían contribuido a la contención de la inflación. Con todo, la proyección del escenario base indicaba que la inflación bajaría de 4% solo a fines del 2016, con registros todavía altos en los primeros meses del año.

En este contexto de debilidad del crecimiento, y a pesar de la alta inflación, era razonable que la política monetaria continuara contribuyendo a la recuperación de la economía, manteniéndose en terreno expansivo. Sin embargo, en línea con una inflación que había resultado ser mayor y más persistente que lo previsto, los grados de expansividad debían acotarse respecto de los niveles actuales para asegurar la convergencia de la inflación a la meta dentro del horizonte de proyección.

En lo grueso, este análisis no difería mucho de lo planteado en el IPoM de septiembre, salvo que la mayor inflación subyacente prevista y observada en el corto plazo habían hecho aconsejable adelantar, parcialmente, la reducción del estímulo monetario. De todos modos, medida en términos reales, la TPM seguía siendo baja. Además, de seguir una trayectoria similar al supuesto de trabajo del IPoM, la TPM real estaría claramente por debajo de los niveles que

^{1/} <http://www.bcentral.cl/es/faces/pmonetaria/reuniones>

se consideraban neutrales durante todo el horizonte de proyección, coherente con un escenario de crecimiento débil, como el planteado en el escenario base.

El análisis de la División Estudios también sugería que los riesgos para la actividad estaban principalmente a la baja. Por una parte, el escenario externo se había tornado más complejo, especialmente para economías emergentes, con precios de materias primas, incluyendo el del cobre, que se esperaba permanecieran bajos por un tiempo mayor, y condiciones financieras menos favorables. Por otra parte, los indicadores de confianza continuaban pesimistas y no daban signos de repuntar, a pesar de que el crecimiento de la economía parecía estabilizarse (aunque en niveles bajos) y que el mercado laboral continuaba mostrando un grado de resiliencia importante. Respecto de este último, tampoco era descartable que se observara una corrección más rápida, con su consecuente efecto negativo en la inflación, el consumo y la actividad.

En este contexto, la División Estudios planteó como opciones mantener la TPM en 3,25% o subirla en 25 puntos base (pb), hasta 3,5%. La opción de mantener se justificaba en la presencia de riesgos a la baja en la actividad y la posibilidad de recabar más información. Sin embargo, varias razones llevaban a recomendar la opción de subir la TPM. En primer lugar, un aumento a 3,5% era lo más coherente con el escenario base del IPoM de diciembre. Segundo, simulaciones de escenarios alternativos donde, por distintas razones, la economía crecía algo por debajo de lo planteado en el escenario base sugerían que para lograr la convergencia de la inflación igual era necesaria una reducción adicional, aunque de menor intensidad, del estímulo monetario. Tercero, aunque esta vez el mercado se mostraba más dividido respecto de la decisión de esta Reunión, un aumento no sería sorpresivo. Por último, se esperaba un aumento de la inflación anual durante los primeros meses del 2016, que la ubicaría algo por sobre las expectativas de mercado, lo que hacía menos aconsejable retrasar una alza que tenía una alta probabilidad de ser ejecutada.

Respecto del sesgo, la decisión era menos obvia. Por una parte, de seguir una trayectoria similar a la del supuesto de trabajo del IPoM, la próxima alza después de diciembre sería más espaciada que las efectuadas en los últimos meses, por lo que mantener el sesgo del último Comunicado podría señalar una disminución del estímulo monetario más rápido que lo previsto. Por otra parte, un sesgo neutro podía dar la sensación de que no se estaban validando las actuales expectativas de tasas, las que eran muy similares a la usada en las proyecciones del IPoM de diciembre. En este contexto, la División Estudios sugería mantener un sesgo al alza, pero que considerara alguna referencia a que el espacio de tiempo antes de la próxima alza sería mayor.

2. Decisión de política monetaria

En el plano externo, un Consejero destacó que se produjeron novedades importantes, las que en parte se relacionaban con la materialización de la tan esperada alza de tasas de la Reserva Federal. Entre ellas, resaltó el fortalecimiento del dólar a nivel global y la fuerte caída de los precios del petróleo y del cobre. En la región, llamó la atención sobre el continuo deterioro de la situación de Brasil, y el hecho que el nuevo gobierno de Argentina había iniciado un proceso de normalización y ajuste de sus políticas económicas que podría facilitar su reinserción en los mercados financieros internacionales, pero que en el corto plazo lo enfrentaba a importantes desafíos.

Un Consejero indicó que, evidentemente, la noticia más relevante del ámbito externo era el comienzo de la normalización de tasas en Estados Unidos, hecho respecto del cual los mercados parecían haber reaccionado con tranquilidad. Esta era, por cierto, una observación con pocos datos, y no era descartable que la volatilidad observada en los últimos meses en torno a esta decisión y en torno al proceso de normalización de la Reserva Federal continuara hacia adelante y, por lo tanto, era un proceso sobre el cual habría que tener especial atención. Añadió que, en lo grueso, el peso se había mantenido estable desde hacía varias semanas, en torno a los \$700 por dólar, mientras que los precios de las materias primas habían mostrado un nuevo ajuste a la baja. En el escenario base, esta baja debería ser relativamente prolongada.

Un Consejero señaló que en lo externo había variadas noticias: el alza de la tasa de la Reserva Federal, la baja en la clasificación de Brasil, los cambios en Argentina, la baja adicional de los precios de las materias primas, entre otros. Muchas de ellas eran anticipadas, otras menos, pero en su conjunto hacían que el panorama externo estuviera algo más deteriorado. Agregó que era temprano para hacer un pronóstico de los efectos del alza de tasas en Estados Unidos, pero su amplia difusión previa se había traducido en efectos menores, al menos hasta ahora. No obstante, no se podía descartar que la volatilidad aumentara.

En lo interno, varios Consejeros indicaron que los datos del último tiempo confirmaban el escenario del IPoM de septiembre, en el que se prolongaba un débil crecimiento de la actividad económica y la inflación se mantenía por algún tiempo por sobre el rango de tolerancia. En ese escenario, para converger a la meta de inflación era necesaria una normalización gradual y prudente de la política monetaria, manteniendo su orientación expansiva para facilitar la recuperación del ritmo de crecimiento. También se había planteado un balance de riesgos con un sesgo a la baja en la actividad y al alza en la inflación en el corto plazo.

Un Consejero indicó que durante el último trimestre se apreció que los escenarios de riesgo del IPoM de septiembre se habían materializado y que el panorama que delineaba el nuevo IPoM reconocía esta realidad, enmarcada en condiciones externas más desfavorables. Agregó que, dado que no se observaban factores internos o externos que podían dar un impulso adicional a la actividad en el corto plazo, las proyecciones del escenario base ajustaban la estimación de crecimiento para el 2016 a la baja. Más aún, subsistían riesgos de una ralentización adicional en el corto plazo, como nuevas bajas del precio del cobre, menor crecimiento de los principales socios comerciales y mantención de expectativas deprimidas. De este modo, en el escenario base, la brecha de actividad, aunque acotada, se ampliaba en el margen y podía hacerlo aún más de materializarse el escenario de riesgo negativo. En este escenario, tampoco podía garantizarse que se mantuviera la resiliencia mostrada hasta ahora por el mercado del trabajo.

En materia de inflación, un Consejero destacó que se habían elevado las proyecciones para el corto plazo. No obstante, el balance de riesgos se tendía a equilibrar. En contraste con el escenario de septiembre, la trayectoria del tipo de cambio, aunque volátil, había mostrado mayor moderación en los últimos tres meses. Si se confirmaba que el efecto del alza de tasas de interés de la Reserva Federal ya había sido internalizado por los mercados y el dólar se mantenía estable o con leves alzas en los mercados internacionales, se reducirían las presiones sobre el peso chileno y su impacto sobre la inflación. Si la brecha de actividad se ampliaba, el impacto de las presiones de costos sobre los precios se reduciría. Un escenario de riesgo de crecimiento más acotado también moderaría la dinámica de los salarios. De hecho, en este último caso era dudoso que se siguiera manteniendo la resiliencia observada hasta ahora en el mercado del trabajo. Adicionalmente, el Gobierno había dado señales claras respecto de la orientación de la política fiscal, que había pasado a ser algo menos expansiva que en el período anterior, y, además, de una moderación sustancial del reajuste de salarios en el sector público. Por último, de mantenerse el actual escenario para el mercado del petróleo, era probable que las significativas bajas observadas en el último tiempo se mantuvieran, influyendo sobre los precios de los combustibles en Chile.

Un Consejero destacó que la evidencia seguía mostrando que mientras los bienes más ligados al tipo de cambio habían tenido un aumento relevante de sus precios, lo que se esperaba amainara si el tipo de cambio se estabilizaba, los registros de inflación más ligados a servicios y presiones internas seguían mostrando alzas relevantes, sin acusar efecto del bajo crecimiento económico. Por cierto, destacaba en este punto la trayectoria del mercado laboral, donde el dinamismo del empleo y los salarios no había contribuido a una caída importante de la inflación de los no transables. Así, el panorama inflacionario seguía siendo,

en lo grueso, similar al que se había planteado en los últimos meses: mientras las proyecciones de corto plazo se mantenían elevadas, incluso algo por sobre las del mercado, y continuaban al alza ciertos riesgos en el corto plazo, hacia el mediano plazo los factores que justificaban menores presiones inflacionarias estaban plenamente vigentes. Más aún, era posible una desaceleración mayor que la pronosticada en el escenario base, lo que podría afectar el dinamismo del empleo y moderar algo más rápido el crecimiento de los salarios. Por cierto, existían escenarios distintos, ya fuera por un cambio más abrupto o mayor en las condiciones financieras externas, o por un deterioro de mayor magnitud en la actividad interna y el empleo, que, sin duda, tendrían implicancias de primer orden. Pero, a su juicio, estos escenarios más extremos no debían ser ponderados como alternativas relevantes para efectos de la decisión de esta Reunión.

Un Consejero resaltó que en noviembre la inflación anual había vuelto momentáneamente al rango de tolerancia, pero que ya en diciembre lo superaría nuevamente e incluso que en los meses siguientes seguiría trepando. En este frente, agregó, los riesgos venían del lado del tipo de cambio y de la persistencia de la inflación en el último período, en un contexto de holguras de capacidad que eran acotadas. Esto, que también se podría asociar a un mercado laboral resiliente, haría que la inflación tardara más que lo proyectado previamente en volver a la meta. De hecho, la inflación subyacente de servicios seguía mostrando alta persistencia. Por otro lado, la baja del precio del petróleo, más un reajuste del sector público acotado, en conjunto con un mercado laboral que podría perder dinamismo, serían fuerzas en el sentido opuesto. La actividad era algo menor debido a un escenario externo más deteriorado, donde destacaban los problemas de América Latina. No obstante, aunque en el corto plazo las proyecciones de actividad eran menores que el potencial y, por lo tanto, la brecha se ampliaba en algo, su tamaño y las elasticidades correspondientes no eran suficientes para producir una reducción mayor en las presiones inflacionarias en un plazo razonable. Evidentemente, si la economía entraba en un nuevo y adicional proceso de desaceleración, esto podría cambiar.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que ambas opciones planteadas eran plausibles. Un Consejero destacó que la pregunta relevante para esta ocasión era si en el marco de un ajuste gradual de la TPM, era preferible dar un paso adicional ahora —para asegurar la materialización del escenario base de corto y mediano plazo— o si era preferible esperar a contar con más información sobre la evolución del entorno externo y el comportamiento cambiario antes de adoptar nuevos ajustes. Añadió que, desafortunadamente, las próximas dos mediciones de la inflación estarían marcadas por situaciones especiales. Por un lado, la variación del IPC de diciembre estaría influenciada por una baja base de comparación a doce meses,

mientras que, por otro lado, la de enero estaría fundamentalmente determinada por ajustes de precios administrados. En su opinión, esto haría necesario un esfuerzo especial para discernir las tendencias detrás de las cifras tradicionales y sus implicancias de política, lo que podía confundir los fundamentos y la interpretación de un ajuste de la TPM. En este contexto, mantener la incertidumbre sobre las decisiones de política monetaria podía ser perjudicial para la confianza, podía elevar la volatilidad e invitar a la especulación sobre la acción del Banco Central y sus motivaciones. Por estas razones, su preferencia era por incrementar ahora la TPM en 25 puntos porcentuales, a 3,5%, expresando claramente que dicho ajuste era parte de la materialización del escenario base. A su juicio, esto permitiría reducir la incertidumbre del mercado y fortalecer la señal de un ajuste pausado durante los próximos 12 a 18 meses. Esta señal, agregó, parecía especialmente oportuna si durante los próximos meses también se reducía la incertidumbre sobre las orientaciones de la política monetaria en las principales economías, como parecía haber estado ocurriendo con China, la Eurozona y Estados Unidos.

Un Consejero indicó que le parecía notable que para la Reunión de ese día las opiniones de analistas y encuestados, así como los precios de activos, estaban prácticamente equiparadas en lo que se refería a la decisión de política monetaria en sí misma. A su entender, esto reflejaba que la decisión estaba finamente balanceada, pero en un contexto general donde no veía diferencias muy significativas. De hecho, en el escenario de política monetaria del IPoM que se divulgaría se sugería que al final de este ciclo la TPM se ubicaría en torno a 4%. Esto era similar al IPoM de septiembre y reflejaba que los efectos de las noticias sobre la trayectoria de la TPM se tendían a compensar. En ese contexto, indicó que tenía una preferencia marginal por aumentar la TPM, principalmente basado en el hecho que en el IPoM se daría a conocer la estrategia de política monetaria relacionada con el escenario base para los próximos trimestres y, por lo tanto, podía ser prudente tener un contexto sin temas pendientes vinculados al escenario del IPoM de septiembre. Por lo mismo, agregó, ello llevaba consigo una comunicación de sesgo que debía ser más neutra, lo que se justificaba por dos razones principales. Primero, porque si se repetía el mismo sesgo de la Reunión pasada sería muy directo colegir por parte de observadores externos que ese lenguaje específico implicaba una alza cada dos Reuniones, asunto que no era parte del escenario del IPoM. Segundo, el escenario base del IPoM de diciembre tenía alzas hacia el segundo trimestre del 2016, lo que era un horizonte suficientemente lejano como para que no fuera obvio indicar un sesgo en el Comunicado de una Reunión particular. A su juicio, la inclusión de un sesgo tenía que sugerir —o debiera sugerir— un movimiento de tasas relativamente inmediato. Bajo esas mismas consideraciones, añadió, veía un punto a favor de mantener la TPM con un sesgo. De seguir esa estrategia, se podía transmitir

un ritmo de normalización de un alza cada tres o cuatro Reuniones, que se aproximaba bastante al escenario delineado en el IPoM. Sin embargo, este era un argumento relativamente complejo y que radicaba en cierta tranquilidad sobre la certeza en la comunicación de los pasos a seguir en política monetaria, cosa que no era tan evidente. De todos modos, continuó, ambas opciones de política eran coherentes con que la tasa de llegada en este ciclo era del orden de 4% hacia fines del 2016, y se inclinaba por la opción de subir la TPM en esta Reunión, con una comunicación que fuera coherente con lo delineado en el IPoM de diciembre.

Un Consejero señaló que se inclinaba por aumentar la TPM en 25 puntos base, principalmente por la evolución desfavorable de la proyección de inflación. Sobre los movimientos futuros de la TPM, no le cabía duda que debían ser al alza. A su juicio, el sesgo, más que referirse necesariamente a los movimientos de los próximos meses, señalaba la dirección de los movimientos. Sin perjuicio de ello, era importante reconocer que para la inflación de los próximos meses había diferencias entre las proyecciones de mercado y las del Banco, lo que sugería que, de no materializarse sorpresas significativas en el verano, era razonable esperar hasta que los datos confirmaran cuál era la tendencia de la inflación y actuar en consecuencia.

Un Consejero destacó que, a su juicio, la decisión de esta Reunión tenía dos componentes. Uno decía relación con la trayectoria de la política monetaria en el escenario base del IPoM y, a su vez, el momento óptimo para ejecutar los cambios; el otro, constituía un ejercicio de valoración de riesgos que ponderara adecuadamente los posibles escenarios alternativos. En este sentido, un alza de 25pb era coherente con un escenario donde la inflación se mantendría alta por los próximos trimestres, e iba en línea con la necesidad de retirar parte del fuerte estímulo monetario que se había mantenido hasta ahora en un escenario de crecimiento moderado. En su opinión, los riesgos de corto plazo, con una inflación bordeando el 5% anual durante el primer semestre del 2016, se abordarían de mejor manera con una señal proactiva del Banco respecto del desafío que esta alta inflación representaba. Una TPM en 3,5% era coherente con un escenario de inercia inflacionaria y convergencia lenta hacia 3%, aun si se daba el escenario de mayor debilitamiento de la actividad interna y menores presiones sobre el mercado laboral. Así, un alza de la TPM entregaba mayores grados de libertad respecto de movimientos futuros en un contexto donde nuevas alzas, acotadas y graduales, podrían ser requeridas durante el 2016. En consecuencia, votaba por subir la Tasa de Política Monetaria a 3,5%, manteniendo el mensaje de alzas graduales hacia adelante.

Un Consejero resaltó que la política monetaria había sido altamente expansiva durante los últimos años y que, a pesar de que la inflación llevaba ya más de año y medio en o sobre el rango de tolerancia, y que además se esperaba que ello se mantuviera por varios meses más, el bajo nivel de actividad y la expectativas de inflación ancladas en la meta eran argumentos importantes para que la política monetaria siguiera siendo expansiva. De hecho, bajo casi cualquier parámetro era y seguiría siendo de las más, si no la más, expansiva entre las economías emergentes. En su opinión, esto había sido un elemento fundamental para contener la desaceleración de la actividad y mantener a la economía con un crecimiento positivo y con un mercado laboral dinámico. No obstante, para que la inflación convergiera a la meta era necesario reducir gradual y moderadamente el impulso monetario. En este sentido, subir la TPM era coherente con una inflación más persistente, con las mayores presiones observadas en la inflación subyacente y con los efectos adicionales que tendría la más reciente depreciación del peso sobre la inflación. También lo era con la resiliencia del mercado laboral. Por último, los riesgos sobre la inflación, particularmente en el futuro más inmediato, no eran bajos, por la persistencia que mostraba y por aquellos escenarios de riesgo en que eventuales shocks pudieran afectar el tipo de cambio. Por otra parte, la opción de mantener se sustentaba en una brecha que seguiría siendo negativa e incluso se expandiría moderadamente en los próximos trimestres, lo que reducía la probabilidad de presiones inflacionarias por ese lado. También se sustentaba en que el tipo de cambio real se había depreciado de forma importante, por lo que nuevos ajustes significativos y permanentes eran menos probables, aunque no descartables, y, lo más importante, en que se proyectaba un retorno gradual a la meta en el horizonte de proyección. El mercado estimaba lo mismo, lo que, por cierto, asumía un retiro gradual del actual estímulo monetario. Por todo lo anterior, estimaba que había llegado el momento de dar un segundo paso en la reducción gradual del impulso monetario. Así, votaba por subir la TPM en 25 puntos base, a 3,5%, manteniendo el sesgo contractivo en el Comunicado.

3. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Vergara, del Vicepresidente señor Claro y de los Consejeros señores Vial, García y Marcel, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, hasta 3,5%.