

# Reunión de Política Monetaria

ENERO 2016

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°230, celebrada el 14 de enero de 2016.**

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, don Rodrigo Valdés Pulido.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Pablo Mattar Oyarzún; el Gerente de División Estudios, don Alberto Naudon Dell'Oro; la Gerente de División Operaciones Financieras Subrogante, doña Mariela Iturriaga Valenzuela; 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 Modelación y Análisis Económico, don Elías Albagli Iruretagoyena; 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 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<sup>1/</sup>.

<sup>1/</sup> <http://www.bcentral.cl>

Los antecedentes recabados durante el mes daban cuenta de un escenario económico que, en términos generales, estaba en línea con el análisis presentado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre. En particular, se mantenía un panorama de mayores presiones inflacionarias de corto plazo, las que deberían descender gradualmente durante el horizonte de proyección habitual. Así, la inflación debería retornar al rango de tolerancia entrada la segunda parte del año, con una actividad que se mantendría creciendo bajo su potencial durante parte importante del 2016. En este contexto, el supuesto de trabajo para la Tasa de Política Monetaria (TPM) utilizado en las proyecciones del IPoM, que consideraba mantener una política monetaria expansiva, pero con una reducción parcial y pausada del estímulo monetario durante este año, era una referencia válida para la decisión de política monetaria en esta Reunión.

Las noticias también reafirmaban la presencia de riesgos mayoritariamente a la baja en la actividad. Más allá de que las altas bases de comparación llevarían el crecimiento del primer trimestre de este año claramente por debajo de 2%, lo que ya estaba incorporado en la proyección del IPoM, el aumento del IMACEC de noviembre por debajo de lo esperado, los niveles de confianza que permanecían bajos, el deterioro en los mercados financieros internacionales, el menor precio del cobre, y el deteriorado panorama económico de las economías de la región, indicaban que los riesgos identificados en diciembre seguían plenamente vigentes y, si algo, algunos de ellos se habían intensificado durante el mes. En este entorno, la resiliencia del mercado del trabajo continuaba siendo una nota positiva. No obstante, dado que la productividad media del trabajo presentaba un crecimiento muy bajo o nulo y que las perspectivas de crecimiento no sugerían una recuperación rápida de la actividad, era esperable un deterioro de las cifras del mercado laboral. Por lo demás, esta era una combinación de hechos común a otros períodos de desaceleración.

Respecto de los riesgos, el empeoramiento de las condiciones financieras internacionales era, sin duda, el que había tenido cambios más notorios en el último mes. No había ocurrido como consecuencia de las acciones de la Reserva Federal (Fed) —de hecho, la reacción de los mercados a ese evento había sido muy benigna—, sino como respuesta a importantes correcciones en la bolsa china y variaciones por sobre lo habitual en el tipo de cambio de ese país. Por cierto, este era un evento reciente y aún en desarrollo y, por lo tanto, no era posible sacar conclusiones demasiado firmes. Dicho esto, la lectura de los hechos indicaba que los importantes movimientos de los precios de los activos en China y en el mundo reflejaban más el mayor grado de aversión al riesgo y las dudas respecto del camino que tomaría la política cambiaria en China, que un cambio más fundamental en el panorama de crecimiento global y de China en particular. Esto era coherente con que las cifras de actividad globales no

habían sido muy distintas de las esperadas y con las claras señales de *flight to quality* observadas los últimos días.

Las implicancias para la inflación de lo sucedido en China, y para estos efectos de varios de los riesgos planteados en el IPoM de diciembre, no eran obvias. Por una parte, la depreciación del peso añadía presión a la inflación en el corto plazo y, más importante para la política monetaria, podía afectar la velocidad de convergencia a la meta vía efectos de segunda vuelta. La intensidad de estos últimos dependería de manera crucial de la persistencia del *shock* y de sus efectos en la actividad, la que, además, por sí sola, de deteriorarse debería presionar a la baja la inflación en el mediano plazo. Así, los efectos sobre la velocidad de convergencia de la inflación dependerían de las intensidades relativas de los diferentes mecanismos de transmisión. En este contexto, era muy importante seguir monitoreando cuidadosamente los impactos de corto y mediano plazo de estos eventos. Por el momento, el juicio de la División Estudios era que no había evidencia suficiente para introducir modificaciones significativas en el escenario base del IPoM de diciembre.

En este contexto, la División Estudios presentó como opciones relevantes para la discusión de esta Reunión subir la TPM en 25 puntos base (pb), a 3,75%, o mantenerla en 3,5%.

La opción de aumentar la TPM se justificaba en que en un ambiente de inflación alta y persistente, donde el mercado laboral continuaba mostrando un grado de resiliencia importante y donde la política monetaria era claramente expansiva, la convergencia de la inflación podría tardar más que lo estimado. Especialmente, en un contexto donde la nueva depreciación del peso podría ser más duradera y, vía efectos de segunda vuelta, afectar la inflación en el mediano plazo.

La opción de mantener era más coherente con el escenario planteado en diciembre, que seguía vigente. Además, el sesgo a la baja en la actividad y el que los riesgos que lo determinaban seguían presentes, hacía menos atractiva la opción de adelantar los recortes del estímulo monetario contemplados en el escenario base, especialmente si se consideraba que hacerlo sería una total sorpresa. Por otra parte, recabar información respecto de los efectos de corto y mediano plazo de los distintos eventos que habían ocurrido en el mes tenía un alto valor, puesto que las consecuencias para la evolución de la inflación no eran obvias. Además, la baja del precio internacional del petróleo y el hecho que la inflación hubiera sido algo menor que lo esperado en diciembre, ayudarían a que la inflación convergiera en línea con lo previsto. Por último, todos estos eventos se daban en un contexto donde las expectativas de inflación a dos años plazo permanecían bien ancladas en 3%, a pesar de que las expectativas

a un año habían variado bastante durante el último tiempo. Esto era una clara señal de que el mercado confiaba en que el Banco Central era capaz de llevar la inflación de vuelta a su objetivo en el plazo usual. De este modo, la División Estudios estimaba que los antecedentes presentados en esta Reunión favorecerían claramente la opción de mantener la TPM en 3,5%, manteniendo el sesgo al alza.

## 2. Decisión de política monetaria

---

En el plano externo, todos los Consejeros coincidieron en que la principal novedad del mes era la mayor volatilidad que se observaba en los mercados financieros a partir de los eventos en China. Destacaron que persistían dudas sobre la magnitud y forma del ajuste económico en ese país, la situación de su sistema financiero y la trayectoria del tipo de cambio. Agregaron que todo ello había contribuido a una alta volatilidad financiera y a un deterioro adicional de los precios de las materias primas, incluido el cobre. Para Chile, esto se había traducido en presiones adicionales sobre el tipo de cambio.

Un Consejero resaltó que aunque el aumento de la tasa de fondos federales no había provocado turbulencias mayores, sí se había observado un panorama más débil en las economías emergentes. Especialmente en China, se apreciaba la tensión que resultaba de la combinación de rigideces cambiarias, una economía debilitada, presiones depreciatorias, y la necesidad de políticas más expansivas. A este dilema de corto plazo se agregaban dos tendencias subyacentes: la intención de rebalancear la economía hacia los servicios y el consumo, y el logro de mayores grados de integración financiera. En su opinión, todos estos ingredientes configuraban indudablemente un desafío de políticas macro bastante difícil de cuadrar, que, por lo pronto, estaba contribuyendo a la turbulencia y pesimismo en los mercados financieros internacionales y también a precios de materias primas deprimidos.

Un Consejero indicó que las novedades en el plano externo se daban en un contexto de alta volatilidad, asociada a percepciones y expectativas más que a hechos específicos, y solo podrían alterar el escenario base del último IPoM si persistían en el tiempo, lo que aún estaba por verse. Por un lado, lo más llamativo de las últimas semanas habían sido los ataques sobre el renminbi y las fuertes caídas en las bolsas de valores en China. Más allá de que estas presiones pudieran ser contenidas, al menos momentáneamente, por las intervenciones de sus autoridades, dejaban en evidencia las dudas que persistían sobre la evolución de la economía china y su proceso de transformación. En paralelo, se habían dado nuevas y profundas caídas en los precios del petróleo y el cobre, así como flujos masivos de capitales hacia activos y mercados que se percibían

como más seguros, lo que había beneficiado al dólar y diluido, por el momento, potenciales impactos de la decisión de la Fed sobre las tasas de interés de largo plazo. A su juicio, todavía era muy temprano para emitir un veredicto respecto de la duración de estos cambios. Sin embargo, si ellos perduraban, tendrían un impacto severo sobre las cuentas fiscales y externas de muchos países exportadores de productos básicos, incluidos todos los países petroleros. Esto podría devenir en un escenario más desfavorable para los países emergentes, y para Chile en particular. Sin embargo, creía que todavía era prematuro para ajustar el escenario base, porque el *shock* mencionado, basado principalmente en percepciones, se podría revertir rápido.

Un Consejero señaló que se debía ser cauteloso respecto de los efectos de los distintos eventos del escenario externo. Por un lado, eran muy recientes y, por otro, había razones importantes para pensar que lo de China podía ser algo más bien transitorio. De todos modos, era evidente que había una mayor probabilidad de que el escenario de riesgo negativo que se planteó en el IPoM se materializara. Por lo demás, concluyó, todo parecía indicar que el 2016 se trataría de un año en que la volatilidad de los mercados jugaría un rol importante.

Un Consejero manifestó que concordaba, en lo general, con la idea que los movimientos en el escenario externo no significaban un cambio en la percepción sobre las condiciones de crecimiento que China enfrentaría en el 2016 y 2017 —por lo menos, la evidencia así lo sugería—, sino más bien confirmaban el escenario de menor crecimiento con el cual se había venido trabajando. En su opinión, el principal contenido informativo de los eventos de las últimas semanas era la dificultad que estaba teniendo la economía china para mantener el tipo de cambio anclado al dólar. En este sentido, esto era una manifestación de un ajuste tardío, pero necesario, en las condiciones financieras en esa economía. Hasta ahora, la política monetaria y cambiaria china habían significado, todo lo demás constante, condiciones financieras algo menos expansivas y una pérdida de reservas fruto de un menor apetito por activos chinos, tanto de residentes como de no residentes. A su juicio, todo lo anterior reafirmaba un escenario de riesgo latente para la economía chilena, que no necesariamente se traducía en una perspectiva de menor crecimiento de los socios comerciales, mundial o de China mismo, sino en un cambio en las condiciones financieras globales que podía tener un correlato en los precios de los activos y de las materias primas, y en las condiciones de financiamiento para países emergentes. Por ello, creía que podría ser aventurado calificar lo vivido como una sobrerreacción puntual que debiera devolverse en el corto plazo. A su juicio, más bien podría estar comenzando un ajuste necesario y postergado en China, con consecuencias cambiarias y financieras y sobre los precios de las materias primas que fueran duraderas. Especialmente relevante en este escenario resultaba la dificultad

de las autoridades chinas por aceptar este ajuste, lo que podría introducir volatilidades importantes en los meses venideros. Lo anterior le parecía relevante para el análisis sobre la evolución de la inflación en Chile, pues mientras las condiciones de mediano plazo seguían apuntando a un crecimiento modesto, y, por lo tanto, a una menor presión inflacionaria proveniente de las holguras de actividad y en el mercado laboral que podrían profundizarse hacia adelante, las condiciones financieras de corto y mediano plazo apuntaban a un deterioro en la percepción de riesgo para las economías emergentes y la chilena, con el consecuente impacto sobre los costos de financiamiento y el tipo de cambio.

En el plano interno, todos los Consejeros concordaron en que las noticias conocidas se enmarcaban dentro del escenario del IPoM de diciembre. Un Consejero destacó que —aún sin conocerse las cifras de diciembre— la actividad económica había tenido un comportamiento decepcionante en el cuarto trimestre del 2015 a causa del empeoramiento del escenario externo y de expectativas pesimistas, que habían contribuido a deprimir la demanda interna. Agregó que, aun cuando ello seguía enmarcándose en una dinámica de crecimiento en torno al 2% —que debía valorarse positivamente en relación con otras economías emergentes—, esta se mantenía significativamente por debajo del crecimiento potencial de la economía chilena, ampliándose la brecha de actividad respecto de su potencial. Más aún, la nueva información disponible confirmaba el carácter transitorio del repunte de la inversión observado en el tercer trimestre del año pasado y revelaba una reversión del crecimiento que venían experimentando ciertos sectores, lo que dejaba escasos factores de dinamismo económico al inicio del 2016. En cuanto a la inflación, agregó que se observaba una pronunciada depresión de los precios de los combustibles producto de la dinámica del mercado internacional del petróleo, mientras que continuaba la desaceleración de los salarios, cuyo crecimiento nominal en doce meses había pasado de 7% en noviembre del 2014 a 5,5% en noviembre del 2015. Esto se había traducido en cifras de inflación nula en noviembre y diciembre del 2015, con una desaceleración del IPCSAE de servicios en diciembre que había revertido las sorpresas al alza de los meses anteriores. Todo ello había mantenido las expectativas de mercado para la inflación del 2016 por debajo de las proyecciones contenidas en el IPoM de diciembre.

Un Consejero destacó la fuerte contracción de los sectores vinculados a recursos naturales y la resiliencia del mercado laboral. Agregó que la dinámica salarial y de precios sugería que los efectos de una vez de la depreciación del tipo de cambio de los últimos trimestres estaban amainando. Añadió que la depreciación más reciente del peso había estado fundamentalmente vinculada al fortalecimiento del dólar vis a vis economías emergentes en general, y, de hecho, no se veía que el peso se hubiera debilitado de manera excesiva respecto de economías

comparables. A su juicio, todo esto apoyaba el diagnóstico de que la economía chilena había seguido transitando por un proceso de ajuste macro adecuado, lo que seguía siendo muy relevante dadas las nuevas circunstancias del entorno externo.

Un Consejero llamó la atención sobre el hecho que la desaceleración del costo de la mano de obra se mantenía en el tiempo, lo que debería en algún momento incidir sobre la inflación de no transables, que, no obstante, seguía creciendo sobre sus promedios históricos. Por otro lado, agregó, el tipo de cambio había subido, lo que podría significar más presiones sobre la inflación en el corto plazo y más tardanza en converger a la meta. Añadió que el mercado laboral mantenía su resiliencia, en particular en cuanto a la tasa de desempleo, pero también con un incremento no menor del empleo. De todos modos, indicó que la desaceleración de los salarios y el aumento de la jornada de tiempo parcial podrían ser indicadores de mayores holguras hacia adelante. De hecho, eso es lo que se había esperado por varios trimestres y no se había materializado. El sector servicios seguía creciendo a tasas superiores a la media, lo que podía explicar, junto con el auge en el sector vivienda, la robusta creación de empleo dada la etapa del ciclo económico por la que estaba pasando la economía.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que las opciones planteadas por la División Estudios eran las adecuadas. Un Consejero destacó que las señales posteriores al IPoM habían ido ratificando el sesgo a la baja en la actividad, mientras que por el lado de los precios habían surgido nuevas indicaciones de ajustes de precios relativos que deberían traducirse en menores presiones de costos. Todo ello reafirmaba la necesidad de mantener una trayectoria pausada en la normalización de la política monetaria, lo que debería traducirse en una mantención de la TPM en esta oportunidad y cautela en los ajustes siguientes. Con todo, agregó, había aspectos que debían seguirse con atención. El primero se refería a la volatilidad externa y su impacto sobre la economía chilena. En su opinión, los escenarios posibles no conducían necesariamente a una mayor inflación en el mediano plazo, pues tanto una normalización de los mercados, así como una reversión de la depreciación del peso, una agudización de los bajos precios de las materias primas y el consecuente debilitamiento de la actividad económica en Chile, llevaban a escenarios con menor presión inflacionaria de oferta o demanda, respectivamente. Un segundo tema se refería al comportamiento del mercado del trabajo. Aun cuando había seguido mostrando resiliencia frente a la evolución de la actividad económica, era necesario preguntarse sobre su posible evolución si se materializaban los riesgos a la baja en materia de actividad para el 2016. A este respecto, cabía hacer notar que aun cuando las cifras agregadas de las encuestas de empleo y salarios se mantenían en terreno positivo, comenzaban a surgir señales, directas

e indirectas, de debilitamiento. La encuesta de remuneraciones del INE no solo revelaba una sistemática desaceleración de los salarios nominales desde fines del 2014, sino que las cifras de horas trabajadas y puestos de trabajo provenientes de encuestas de establecimientos mostraban un deterioro más pronunciado de los empleos de mayor calidad en relación a las cifras de ocupación asalariada recopiladas por las encuestas de empleo. Ello se combinaba con un deterioro de las percepciones de los trabajadores sobre su propia situación en varias encuestas complementarias. Agregó que todo lo anterior contribuía a sustentar su decisión de mantener la tasa de política monetaria en 3,5% y enfatizar el ritmo pausado de futuros ajustes hasta que existiera clara evidencia de un cambio de dirección en la evolución de la brecha de actividad o de presiones inflacionarias iguales o superiores a las previstas en el último IPoM.

Un Consejero indicó que la opción más relevante era la mantención de la TPM en 3,5%. Ello surgía tanto si se consideraba que el escenario base del IPoM seguía siendo válido, como si alternativamente se considerara que alguno de los escenarios de riesgo planteados, y que justificaban el sesgo a la baja en las perspectivas de crecimiento, se estaba materializando. En este contexto, y con un IPoM que tenía implícita una normalización gradual del estímulo monetario vigente, pero más adelante en el año, y con escenarios de riesgo que implicarían la mantención de la TPM por un tiempo más prolongado, era natural que la opción de mantener la TPM en su nivel actual fuera lo más apropiado. Añadió que seguía creyendo que era necesario monitorear el escenario externo con especial atención, dado que era ahí donde podrían provocarse las principales desviaciones respecto del escenario de crecimiento e inflación del IPoM, las que podían tener las mayores implicancias en la conducción de la política monetaria.

Un Consejero manifestó que concordaba con que las opciones relevantes eran mantener la TPM o subirla en 25 puntos base. Sin embargo, dada la visión expresada en el IPoM, no correspondía hacer dicho aumento en esta Reunión. Reiteró que estos meses serían importantes para despejar las dudas sobre las diferencias entre la visión sobre la inflación del Banco y la que sustentaba una parte de los actores del mercado, por lo que no convenía adelantarse a la trayectoria de tasas señalizada en el IPoM. Los nuevos desarrollos en la economía internacional también apuntaban a la necesidad de esperar para ver si persistían las caídas en los precios de las materias primas y el alza del dólar a nivel global.

Un Consejero mencionó que en lo último había aumentado la tensión entre altas presiones inflacionarias de corto plazo y menores presiones inflacionarias de mediano plazo. Esto, prosiguió, no se manifestaba necesariamente en el panorama de inflación de corto plazo, que incluso podía ser marginalmente menor por la baja significativa del precio del petróleo, pero sí en el hecho que

los riesgos cambiarios de corto plazo habían aumentado. Al mismo tiempo, los últimos sucesos también apuntaban a una situación donde el acceso al financiamiento podría ser menos favorable por un tiempo prolongado. Todo ello, unido al deteriorado panorama en América Latina, constituía un riesgo relevante a monitorear. Concluyó indicando que la política monetaria debería balancear adecuadamente estas situaciones y, por ahora, se justificaba la visión de normalización gradual de la política monetaria plasmada en el IPoM, que para esta Reunión apoyaba claramente la decisión de mantener la TPM.

Un Consejero indicó que, por ahora, no había antecedentes suficientes como para cambiar proyecciones o cursos proyectados de acción en relación con el IPoM. En este sentido, la opción de subir la TPM era coherente con una inflación que seguía por sobre el rango de tolerancia; con una persistencia que había sido y seguía siendo mayor que lo esperado; con brechas que, aunque se expandían, eran modestas; y con nuevas presiones cambiarias que podrían tener efectos más persistentes. Por su parte, la opción de mantener la TPM era coherente con el mensaje del IPoM. Si no había cambios de envergadura desde entonces en el panorama inflacionario, no parecía razonable cambiar la trayectoria planteada en esa oportunidad, que no contemplaba una nueva alza en esta Reunión. Además, las expectativas se mantenían ancladas en el horizonte de proyección y el costo de la mano de obra, aunque todavía crecía más que su promedio histórico, había tenido una desaceleración relevante. A pesar de que la inflación llevaba más de un año y medio en o sobre el rango de tolerancia, la política monetaria había sido altamente expansiva y se esperaba siguiera así por varios meses más. El moderado crecimiento por debajo del potencial y las expectativas de inflación ancladas en la meta así lo ameritaban. Esta política monetaria expansiva había sido clave para contener la desaceleración de la actividad y para la resiliencia que exhibía el mercado laboral. No obstante, tal como se señaló en el IPoM pasado y en reuniones previas, para que la inflación convergiera a la meta era necesario ir por un camino de reducción gradual y moderada del impulso monetario.

### 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, mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,5%.