

Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2015

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°223, celebrada el 11 de junio 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 Rodrigo Valdés Pulido, y en su representación, durante la segunda parte de la reunión, concurre el Subsecretario de Hacienda, 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 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; 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/}.

Los datos conocidos desde el cierre estadístico del IPoM de junio habían estado en línea con lo previsto, de modo que las perspectivas para la economía local y externa no habían sufrido cambios relevantes.

Respecto de la economía internacional, destacaban los movimientos en los mercados financieros. Las tasas de interés de largo plazo seguían al alza en las principales economías desarrolladas, al tiempo que las curvas de rendimiento se empinaban. Si bien parte de estos comportamientos podían ser atribuidos a las mejores perspectivas macroeconómicas de mediano plazo, todo indicaba que la descompresión de premios por plazo también había jugado un rol fundamental. En este contexto, la mayoría de las monedas de los mercados emergentes se había depreciado respecto del dólar, mientras las tasas largas y premios por riesgo habían aumentado. El valor de otros activos también había disminuido y se habían observado salidas de flujos de capitales desde la mayoría de los mercados emergentes. Ello daba cuenta de la alta sensibilidad de los mercados financieros a cambios en las percepciones sobre el panorama macroeconómico en las economías desarrolladas, especialmente respecto de la evolución de sus respectivas políticas monetarias. Sin embargo, también daba cuenta de que la divergencia entre las políticas monetarias de esas economías podía ser manejada sin alteraciones mayores en el funcionamiento de los mercados, como se asumía en el escenario base de proyección. No obstante lo anterior, los riesgos asociados a eventos disruptivos en los mercados financieros seguían presentes y era esperable que se siguiera observando alta volatilidad en los mercados financieros y, en particular, que el tipo de cambio tuviera fluctuaciones importantes en los meses venideros.

En el plano local, tanto los datos de inflación como los de actividad no habían presentado desvíos relevantes respecto de lo asumido en las proyecciones del IPoM de junio. El Imacec, las diferentes mediciones de expectativas y los datos de comercio exterior, entre otros, confirmaban que la actividad tendría un repunte más lento que lo esperado hace algunos meses. Por su parte, si bien en mayo la inflación anual había vuelto al rango de tolerancia, las proyecciones indicaban que esta debería subir y fluctuar por sobre 4% en los meses siguientes. El movimiento del tipo de cambio hacia niveles superiores a los observados al cierre estadístico del IPoM retrasaría en algo la convergencia a 3%, pero era muy probable que durante los meses siguientes se vieran fluctuaciones importantes en el valor de la divisa, que alterarían esta proyección. En este contexto, era esperable que la inflación también fuera algo más volátil, por lo que la comunicación respecto de su trayectoria esperada en el mediano plazo sería particularmente importante. En este sentido, la División Estudios no veía cambios importantes respecto de lo planteado en el último IPoM.

Consecuentemente, la opción de política monetaria preferida por la División Estudios tampoco difería de la presentada en dicho Informe. Entonces, se estimó que el menor dinamismo de la actividad hacía necesario que el impulso monetario se mantuviera por un tiempo mayor que el estimado previamente. En

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

particular, para asegurar la convergencia de la inflación en el horizonte usual, sería necesario mantener la tasa en 3% al menos hasta fines del 2015.

La opción de recortes adicionales debía ser descartada nuevamente, ya que, en un contexto donde la inflación había estado en el límite superior del rango de tolerancia o por sobre él por más de un año, y donde se proyectaba que seguiría en torno a ese valor por algunos meses más, no parecía prudente ampliar el ya significativo impulso monetario. Ello, especialmente si se consideraba que, en la medida que la confianza subiera, la economía debería crecer con mayor intensidad hacia fines de este año.

A pesar de que existía un riesgo para el anclaje de expectativas derivado de una inflación alta por varios meses, también había una serie de argumentos que aconsejaban descartar la opción de aumentar la TPM. A los argumentos esgrimidos en la Reunión pasada se agregaba que los salarios habían mostrado una clara reducción en su tasa de expansión. Si bien ello estaba en parte asociado a elementos puntuales, daba muestra de que los efectos de la indexación ya habían comenzado a disminuir. Por otra parte, las expectativas de los agentes económicos seguían sin dar indicios de recuperación, lo que generaba mayores dudas respecto de este supuesto clave para la recuperación de la actividad y, por lo tanto, para la evolución de la inflación en el mediano plazo.

De este modo, la División Estudios propuso como única opción relevante mantener la TPM en 3%.

2. Decisión de política monetaria

En el plano externo, todos los Consejeros comentaron los movimientos de las tasas de interés de largo plazo y de las paridades en el mundo, destacando que su volatilidad se relacionaba con el inminente proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos. A juicio de un Consejero, estos eran temas que debían seguir monitoreándose, por cuanto se acercaba el momento en que la Reserva Federal finalmente comenzaría a subir la tasa. Un Consejero indicó que en la medida que este proceso se fuera dando, iría aumentando la carga financiera de gobiernos, empresas e incluso hogares, lo que influiría en una moderación del dinamismo y en una prolongación de este proceso.

Un Consejero señaló que aunque en el agregado no había mayores cambios en el panorama macroeconómico, sí se había conocido que en Japón el primer trimestre había sido mejor que lo esperado y en Estados Unidos, peor. Algunos Consejeros mencionaron que las cifras en China sugerían que la actividad en

dicho país podría seguir desacelerándose. En este contexto, un Consejero planteó que, en su opinión, las medidas de alivio financiero estaban más bien rebajando una carga financiera insoportable de gobiernos locales y empresas, pero parecía difícil que quienes ya tenían elevadas deudas estuvieran en condiciones de incurrir en nuevas para financiar aumentos en la inversión. Finalizó señalando que tasas de interés al alza, un dólar más débil y una economía china que no repuntaba, no eran un ambiente favorable para los mercados de materias primas, lo que seguramente se seguiría reflejando en el precio del cobre.

En el plano interno, todos los Consejeros comentaron la debilidad de la actividad. Algunos Consejeros acotaron que su evolución había sido algo más débil que la prevista y que las últimas cifras aún no mostraban un cambio relevante en su dinamismo. Un Consejero opinó que los datos confirmaban el diagnóstico de que la aceleración del cuarto trimestre del año pasado y el primer trimestre de este año no había continuado en el segundo cuarto del 2015. De todos modos, el PIB Resto seguía mostrando una velocidad de expansión moderada, congruente con el escenario del IPoM. En su opinión, desde el punto de vista de la actividad, el crecimiento y la demanda, el clima de pesimismo obviamente seguía pesando y su evolución hacia adelante y sus implicancias para las presiones inflacionarias de mediano plazo era algo que se debía monitorear con cuidado.

Un Consejero recordó que el IPoM asociaba la debilidad de la demanda, y en particular de la inversión, con la discusión sobre expectativas. En este sentido, el IPoM era claro en mencionar que estas últimas habían sido un componente relevante para explicar la caída de la inversión en los últimos trimestres y era clave para ver su velocidad de recuperación hacia adelante. Agregó que, a su juicio, se acercaba una discusión extremadamente relevante para la comunicación sobre la inflación, la política monetaria y la velocidad de recuperación: la de crecimiento potencial. Indicó que se debía hacer un análisis bien profundo para entender la debilidad que había experimentado la inversión no minera en los últimos años, el impacto que eso había tenido en el PIB potencial y la posibilidad de que se diera una recuperación sostenida de los índices de inversión y de actividad sin, por ejemplo, una depreciación del tipo de cambio real. En su opinión, quizás la discusión sobre la debilidad de la inversión no se agotaba en la discusión sobre la confianza, y podía haber elementos estructurales relevantes de considerar a la hora de discutir el PIB potencial y la trayectoria de la inflación hacia el 2016.

Un Consejero resaltó que las cifras de gasto privado mostraban un debilitamiento en el margen y que los indicadores de confianza no repuntaban, alimentados por noticias negativas provenientes de distintos ámbitos de la actividad. Todo ello ponía de relieve el riesgo de que la actividad se mantuviera con un bajo crecimiento por un tiempo mayor que el previsto.

Un Consejero señaló que lo más destacado era la fortaleza del mercado de trabajo, que pareciera estar ampliándose gradualmente a más sectores de la actividad. En su opinión, dentro de un cuadro bastante general de debilidad de expectativas, este podría ser el factor endógeno con mayor probabilidad de sostener la recuperación de la demanda interna en el 2015.

Por el lado de la inflación, varios Consejeros destacaron que la inflación y los salarios habían descendido. Un Consejero opinó que ello tendía a confirmar que lo central en la dinámica de precios había sido la combinación de un *shock* de tipo de cambio con bastante persistencia más la propagación a otros precios basado en componentes de indexación. Agregó que no parecía ser el caso que las holguras estuvieran generando presiones inflacionarias adicionales, a pesar de que la tasa de desempleo era algo menor que la del año pasado. En todo caso, añadió, la sorpresa a la baja en la dinámica de precios y salarios era particularmente noticiosa, debido a que se había tenido una seguidilla de sorpresas al alza y, por lo tanto, se debía tener cuidado con sus implicancias de mediano plazo.

Algunos Consejeros resaltaron que las cifras puntuales siempre debían ser procesadas con precaución. Si bien no se podía descartar que la inflación anual se volviera a ubicar por uno o más meses algo por sobre el rango de tolerancia debido a la incidencia de precios o tarifas específicas, todo seguía apuntando a una aproximación gradual a la meta. El comportamiento de los salarios nominales en el último mes era alentador, pero, de nuevo, era solo una cifra, de manera que debía ser tomada con cautela. Un Consejero manifestó que las noticias de inflación y salarios, junto con la debilidad de la actividad y de la demanda, apuntaban en la dirección de menores presiones inflacionarias a futuro. En el caso de la debilidad de la demanda y de la actividad surgía, por cierto, el tema de la medición de las brechas de capacidad, en particular, dado que la tasa de desempleo se mantenía en niveles bastante bajos.

Varios Consejeros comentaron los efectos de la depreciación del peso en la trayectoria de la inflación. De acuerdo con un Consejero, este era el principal factor de preocupación para la trayectoria inflacionaria, y si bien, por el momento, se visualizaba que era un riesgo acotado, lo más probable era que la volatilidad cambiaría seguiría en adelante. Un Consejero comentó que salvo que se diera un cambio en el escenario que generara una depreciación significativa y persistente del tipo de cambio real, los movimientos recientes en los mercados financieros internacionales no ponían en cuestión la gradual convergencia de la inflación hacia 3% contenida en el IPoM. Sin embargo, podía ocasionar movimientos importantes en las paridades y en las expectativas de inflación de corto plazo, lo que el mercado debía incorporar en sus análisis.

En cuanto a la decisión de política, varios Consejeros señalaron que las noticias recibidas desde la publicación del IPoM no cambiaban el panorama ahí delineado. En opinión de un Consejero, la opción que surgía con mayor claridad era la de mantener la TPM, pues era difícil proveerle sustento a cualquier otra opción. Así, lo recomendable era reafirmar la orientación general que se había descrito en el IPoM.

Un Consejero argumentó que la política monetaria había sido altamente expansiva por ya un largo tiempo. Asimismo, se había sido explícito en señalar que se esperaba que la TPM se mantuviera en su actual nivel por un período prolongado adicional, pero obviamente esto dependería de los eventos macroeconómicos internos y externos y sus efectos sobre la inflación y sus proyecciones en el horizonte de política. Por su parte, las tasas de largo plazo, si bien algo mayores que sus mínimos históricos de hace unos meses, seguían en niveles particularmente bajos. Las tasas de interés de las colocaciones también estaban en niveles reducidos. La expansividad de la política monetaria se había mantenido a pesar de que la inflación llevaba ya más de un año en o sobre el límite superior del rango de tolerancia. Ello, por cierto, bajo la premisa que se trataba de un fenómeno transitorio y que la inflación volvería a su meta en un futuro cercano. De hecho, las expectativas en el horizonte de política seguían ancladas en 3%. Sin embargo, la persistencia de la inflación en estos niveles no dejaba espacio para un mayor estímulo monetario. Por ello, la opción de un recorte de la TPM se podía desechar rápidamente por improcedente. La opción de subirla, por otro lado, no se condecía con la actual etapa del ciclo económico ni con la proyección de que la inflación seguiría gradualmente bajando hacia la meta. Se debía recordar que en el escenario base del IPoM, donde la actividad toma mayor aceleración en la segunda parte del año, la normalización monetaria se comenzaría en la primera parte del próximo año.

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%.