

Reunión de Política Monetaria

JULIO 2015

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°224, celebrada el 14 de julio 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.

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 subrogante, don Gabriel Aparici Cardozo; 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 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 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 la última Reunión habían modificado las proyecciones de actividad e inflación de manera relevante. Se preveía que la inflación demoraría más tiempo en converger al centro del rango meta, a la vez que se esperaba un menor dinamismo de la actividad, al menos este año. A pesar de los cambios, la División Estudios consideró que las opciones de política se mantenían inalteradas, por lo que propuso como única opción relevante la mantención de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3%.

Respecto de la actividad en Chile, los datos conocidos durante el mes daban cuenta de un dinamismo de la inversión por debajo de lo previsto, fenómeno que había afectado negativamente a la producción, que había crecido solo 0,8% en mayo. Las expectativas de empresas y hogares no se habían recuperado, como suponía el escenario base del Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio, e incluso mostraban retrocesos en varios indicadores. Esto coincidía con la visión marcadamente más negativa de las empresas entrevistadas en el marco del Informe de Percepciones de Negocios (IPN) del segundo trimestre. El mercado laboral continuaba exhibiendo cierto grado de resiliencia; sin embargo, el aumento del desempleo y el menor crecimiento de los salarios eran coherentes con el panorama de menor actividad. El crecimiento del consumo privado seguía por debajo del de la masa salarial, lo que, dadas las favorables condiciones del mercado de crédito, era señal de un actuar más cauto de los consumidores, en línea con las peores perspectivas de la evolución futura de la economía y, en especial, de posibles ajustes en el mercado del trabajo.

A las dudas respecto de las fuentes locales del crecimiento, se añadía el rebrote de los riesgos externos. Especialmente importante era la situación de China, pues los sobresaltos en algunos de sus mercados financieros habían profundizado las dudas respecto de su capacidad de crecimiento. Con todo, durante el mes, las perspectivas para la actividad mundial no habían variado mayormente, a diferencia de lo ocurrido en Chile, donde los analistas habían vuelto a recortar el crecimiento esperado para este año y estaban pronosticando, además, una recuperación más lenta durante el 2016 y 2017. El precio de las materias primas se había resentido, añadiendo una capa extra de incertidumbre sobre las economías exportadoras de ellas.

En este contexto, la política monetaria chilena continuaba contribuyendo a la suavización del ciclo, ayudando a relajar las condiciones de financiamiento de empresas y hogares. Las condiciones financieras estaban entre las más holgadas en muchos años, con tasas de interés muy por debajo de sus promedios históricos y condiciones de oferta atractivas para la mayoría de los agentes, como mostraban diferentes encuestas y la información recogida en el marco

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

del IPN. Esta situación también sugería que el impacto de nuevos recortes de la TPM en la actividad sería acotado.

La evolución de la inflación seguía siendo el principal foco de preocupación de la División Estudios, especialmente por su alta persistencia. El ajuste de la economía había requerido que el peso se depreciara en términos reales y nominales, presionando al alza la inflación. Sin embargo, el tamaño y la persistencia de la depreciación nominal había sorprendido a la División durante el último año, transformándose en la principal causa detrás de las continuas correcciones al alza de las proyecciones de inflación y del momento en que debiera converger. Este mes no había sido la excepción y el tipo de cambio nominal mostraba un avance de más de 3% respecto de la Reunión previa.

De este modo, el traspaso del tipo de cambio seguiría siendo el motor principal de la inflación durante los próximos meses, retrasando nuevamente el momento en que esta convergería a 3%. En todo caso, esto seguía siendo el escenario base de proyecciones, porque los efectos inflacionarios de movimientos en el tipo de cambio eran transitorios y porque era evidente que la economía seguía acumulando holguras de capacidad. Los principales riesgos para los próximos seis meses también estaban asociados a la evolución del valor del peso, ya que existían varios escenarios que, al menos por un tiempo, podían implicar una nueva depreciación. También existían riesgos de una convergencia más rápida a estos plazos, asociada al menor dinamismo de la economía. Sin embargo, el análisis indicaba que su incidencia era considerablemente menor que los riesgos alcistas asociados a la evolución del tipo de cambio.

Como se había mencionado en ocasiones anteriores, los altos niveles de inflación constituían en sí mismos un riesgo para el anclaje de expectativas. Ello, especialmente porque los escenarios de riesgo donde movimientos abruptos del tipo de cambio podrían generar aumentos de la inflación en el corto plazo tenían una probabilidad relevante (por ejemplo, la normalización de la política monetaria en EE.UU.).

Así, la opción de una baja era fácilmente descartable, dado el riesgo que implicaría iniciar un ciclo de recortes en este contexto. Por otra parte, como se indicó más arriba, en un escenario donde las condiciones de financiamiento de empresas y hogares eran relativamente holgadas, el grado de expansividad de la política monetaria parecía adecuado, a la vez que los efectos de un relajamiento adicional sobre la actividad se preveían bajos.

La opción de subir la TPM tampoco parecía relevante, ya que en un escenario donde el mercado compartía en su gran mayoría el análisis de que la inflación era un fenómeno asociado al tipo de cambio y donde no se veían presiones inflacionarias por el lado de la actividad, el riesgo de desanclaje, si bien no desaparecía, se acotaba, especialmente en un contexto donde las proyecciones de actividad se habían corregido sistemáticamente a la baja. El que la inflación esperada a 12 meses hubiera fluctuado considerablemente en los últimos meses, no así a 24 meses, daba cuenta de esta situación.

2. Decisión de política monetaria

En el plano externo, todos los Consejeros comentaron los riesgos que emanaban de la situación por la que atravesaban Grecia y China, que se sumaban al acercamiento del comienzo de la normalización de la tasa de interés de política monetaria en EE.UU. Estos eventos habían estado detrás de muchos de los movimientos recientes en los precios de los activos y, de acuerdo con un Consejero, obligaban a mantenerse alertos a la eventualidad de escenarios adversos más extremos, que podían tener un impacto negativo en el crecimiento y la inflación en Chile. Algunos Consejeros añadieron que la situación en América Latina era particularmente compleja, con continuas revisiones a la baja en el crecimiento proyectado en la mayor parte de las economías de la región. Un Consejero señaló que con una percepción de riesgos algo más alta, los mercados habían reaccionado en los términos ya conocidos: el dólar se había fortalecido, las tasas de interés bajado y los precios de las materias primas más sensibles a los desarrollos financieros, incluidos los del cobre y el petróleo, caído, lo que no era un cuadro alentador para las economías emergentes.

En opinión de un Consejero, el acuerdo para un nuevo programa de rescate de Grecia era, sin duda, un alivio y reducía, sin eliminar del todo, un factor de volatilidad financiera global. En todo caso, todavía quedaba un camino largo y complejo por recorrer. En la misma línea, el acuerdo alcanzado por Irán y las grandes potencias para eliminar sanciones y reducir el riesgo de proliferación nuclear también debería tener un impacto a nivel global y reducir las primas de riesgo en el mercado del petróleo, con un efecto positivo en Chile. Sin embargo, prosiguió, no todo era favorable. Se consolidaba una creciente preocupación por el desempeño económico de China, acentuado por la corrección parcial de los precios de las acciones y reacciones bastante extremas para contenerla por parte de sus autoridades. Además, le preocupaba la desaceleración de otras economías asiáticas y su impacto en los precios de las materias primas,

especialmente en el cobre. Concluyó señalando que su impresión era que la evidencia más reciente sugería que las perspectivas para este metal eran menos favorables que las incluidas en el último IPoM.

Un Consejero enfatizó que la forma como se habían desencadenado los hechos en Grecia reflejaba lo costoso que había sido ajustar su economía y las dificultades que representaba para la Eurozona lidiar y negociar con paquetes extraordinarios de ayuda. A su juicio, la evidencia mostraba que el problema se circunscribía básicamente a Grecia y que los mayores efectos sobre el resto de la Comunidad Europea y, especialmente, sobre el resto del mundo deberían ser acotados. Sin embargo, en su opinión, este tema probablemente volvería a estar sobre la mesa en algún tiempo más, por lo que el supuesto de trabajo de efectos acotados derivados de la situación griega debía ser analizado y madurado permanentemente.

Un Consejero señaló que las noticias respecto de China daban cuenta de varios fenómenos interesantes. La reacción agresiva de las autoridades para tratar de controlar la caída de la bolsa levantaba dudas sobre su capacidad y disponibilidad para favorecer mecanismos de mercado en la asignación de recursos. Además, sembraba inquietud sobre el proceso de reformas financieras en ese país, que se sumaban a las genuinas dudas sobre cuán profunda era su desaceleración económica. Notorios también habían sido los vaivenes del precio del cobre, que, en su opinión, estaban relacionados de alguna manera con los cambios en las condiciones financieras en China y daban cuenta de la sensibilidad, al menos en el corto plazo, del precio del cobre a estas expectativas.

Respecto de la economía chilena, todos los Consejeros destacaron la sorpresa negativa que habían implicado los datos de actividad conocidos en el mes y que ello podría llevar a cifras para el año inferiores a las estimadas en el IPoM de junio. Con todo, un Consejero manifestó que si bien era bastante claro que en el segundo trimestre se tendría un crecimiento menor que el anticipado y esto debería impactar en el crecimiento anual, se debía aguardar hasta contar con información más reciente. Ello, por cuanto había factores transitorios que habían afectado las cifras de comercio exterior en estos meses, que podrían estar magnificando el tamaño de su ajuste en el corto plazo. Un Consejero indicó que, como se había temido el mes anterior, el segundo trimestre del 2015 mostraba una desaceleración significativa y había sido materialmente peor que lo previsto en el IPoM. Las razones de fondo detrás de ello no eran fáciles de desentrañar, pero era posible señalar el deterioro del comercio exterior, el sostenido escenario de pesimismo de hogares y empresas, y también un entorno externo que no contribuía a una mejora de las expectativas. La posibilidad de retomar un

crecimiento mayor hacia el segundo semestre, que llevara, por ejemplo, a un panorama parecido al crecimiento previsto en el IPoM, dependía de que dichos elementos dejaran de pesar en la expansión de la actividad y del gasto.

Un Consejero acotó que las condiciones financieras internas seguían siendo bastante expansivas y acordes con el ciclo, lo que sugería que la debilidad de la demanda y la actividad obedecían a fenómenos no relacionados con las condiciones financieras. Un Consejero señaló que la marcada debilidad de la actividad y la demanda encontraba un correlato en el crédito bancario, que evolucionaba lentamente, con la sola excepción del financiamiento inmobiliario y el asociado a la compra de viviendas, coherente con las tendencias en el sector de la construcción.

Un Consejero planteó que los indicadores de confianza y expectativas de hogares y empresas, más allá de movimientos menores, mantenían un sello pesimista, algo que también se recogía de las entrevistas realizadas en el marco del IPN. Prosiguió señalando que la visión de prudencia y realismo en la conducción de los asuntos públicos emanada desde el Ministerio de Hacienda en el último tiempo debía ser valorada, especialmente en el sentido que contribuía a configurar bases sólidas para la recuperación de estos indicadores.

Algunos Consejeros llamaron la atención sobre la evolución más bien débil de las exportaciones, considerando sobre todo la magnitud de la depreciación del peso. En opinión de un Consejero, probablemente había varios factores detrás de ello, como la baja sensibilidad de la canasta de exportaciones chilenas al tipo de cambio y la debilidad de América Latina —un mercado clave en ciertas líneas industriales—, y que la depreciación se había producido conjuntamente con un fortalecimiento global del dólar y caídas de los precios de varias líneas de exportación.

Varios Consejeros comentaron la evolución del mercado del trabajo y la desaceleración que habían tenido los salarios nominales en los últimos meses. Así, en opinión de un Consejero, el mercado de trabajo parecía estar transitando gradualmente hacia una normalización, con el crecimiento de los salarios nominales acercándose a tasas similares a sus promedios históricos, un incremento del empleo concordante con una expansión moderada de la actividad y una vuelta de las tasas de participación laboral a niveles coherentes con patrones previos. Un Consejero consideró que la desaceleración relevante de los salarios nominales tendía a confirmar que su importante crecimiento en trimestres pasados se debía a los efectos indexatorios del *shock* inflacionario, y no a una estrechez en el mercado laboral. La misma dinámica del empleo

mostraba que, en general, la desocupación había reaccionado al tono más débil de la economía, y aunque habían existido fluctuaciones en la fuerza de trabajo, estas habían sido transitorias.

Un Consejero, junto con comentar la reducción de la tasa de crecimiento de los salarios nominales a niveles más coherentes con el estado actual del ciclo económico, enfatizó que, en todo caso, estos seguían creciendo por sobre sus patrones históricos. Además, recalcó que la evolución reciente de los salarios se atribuía principalmente a la indexación y, por lo tanto, si la inflación subía, como había sucedido en el último registro, los salarios podrían aumentar nuevamente. Incluso, señaló, existía el riesgo de que se generara una especie de círculo vicioso, con mayor inflación y, a su vez, con mayores salarios por un tiempo más prolongado que el considerado actualmente.

Todos los Consejeros manifestaron su preocupación por la inflación, destacando que había estado por sobre lo previsto y que su variación anual superaba nuevamente el rango de tolerancia. Como se había mencionado, su trayectoria respondía principalmente a la depreciación del peso, por lo que hacia adelante la evolución del tipo de cambio seguiría siendo clave en el comportamiento de los precios. Varios Consejeros agregaron que ello llevaba a perspectivas de que la inflación seguiría en el límite superior del rango de tolerancia por varios meses más, con una convergencia más lenta que la estimada. Un Consejero destacó la importancia de seguir revisando la sensibilidad de corto plazo de la inflación al traspaso cambiario, pues tenía la impresión que ahora era más alta que hace unos años. Con todo, un Consejero argumentó que la debilidad de la economía —creciendo bajo su potencial— sugería que las presiones inflacionarias debieran ir cediendo, pero de manera lenta y, de alguna forma, condicionada a las fluctuaciones del tipo de cambio.

Un Consejero enfatizó que las perspectivas de que la inflación se mantendría en la parte superior del rango de tolerancia por varios meses no era algo menor para el Banco Central. Si bien era cierto que la debilidad de la actividad y los límites naturales a la depreciación cambiaria deberían hacer converger la inflación a 3% en el horizonte de proyección, no era menos cierto que esta convergencia se había postergado constantemente y la persistencia inflacionaria había mostrado ser bastante mayor que la esperada. El riesgo de pasar mucho tiempo en esta situación era tener un desanclaje inflacionario que, obviamente, no podía ser permitido.

Respecto de la decisión de política, todos los Consejeros concordaron que la única opción plausible era mantener la TPM en 3%.

De acuerdo con un Consejero, los antecedentes coyunturales planteaban, para efectos de la discusión de las proyecciones de mediano plazo del próximo IPoM, el desafío de evaluar correctamente el ajuste macroeconómico en Chile. En particular, la coherencia de la evolución cambiaria con el estado del ciclo. Esto, por un lado, porque la evolución del tipo de cambio era un factor que ayudaba a los sectores transables a sobrellevar una situación más débil de la economía mundial, pero también estaba teniendo efectos inflacionarios. Además, era necesario analizar con más cuidado cómo se encuadraba el nivel del tipo de cambio real con lo observado por el lado de la cuenta corriente. Prosiguió señalando que, por ahora, las expectativas privadas habían continuado considerando que la evolución de la inflación tenía un componente eminentemente transitorio, y que el conjunto de antecedentes coyunturales hacían esperar una postergación del proceso de normalización de la política monetaria durante el 2016. De la curva *forward* se desprendía, a diferencia de lo que mostraba hace un tiempo, que la primera alza de tasa se concretaría más bien hacia mediados del 2016. Esto constituía un escenario lo suficientemente alejado en el tiempo como para no ameritar su incorporación en la comunicación actual de la política monetaria. Finalizó su argumento señalando que tendía a compartir el diagnóstico de tasas de interés e inflación incorporado en las expectativas privadas.

Un Consejero fue de la opinión que los antecedentes acumulados daban como única alternativa razonable dejar la TPM en 3% y mantener el sesgo neutral hacia adelante. En lo sucesivo, en el escenario más probable, se tendría una recuperación gradual del crecimiento, lo que podría requerir una política monetaria que se mantuviera en niveles expansivos como los actuales por varios trimestres. Esa posibilidad estaba supeditada a que la inflación volviera a 3% en un tiempo razonable. De otra manera, se haría necesario ajustar la política monetaria, pues de lo contrario el mercado exigiría su ajuste a través de un alza de las tasas más largas. Por ello, creía que la viabilidad de mantener una política monetaria expansiva, y su efectividad hacia adelante, requerían mostrar un compromiso nítido con la inflación.

Un Consejero indicó que la opción que volvía a surgir con claridad era la de mantener la TPM, pues en realidad era difícil proveer sustento a cualquiera otra. Lo recomendable era reafirmar la orientación general de la política monetaria, lo que, por lo demás, era lo esperado por el mercado. Estimó que podría llamar la atención que, durante varios meses, el Consejo hubiera considerado solo la opción de mantener, pues era algo no habitual. Sin embargo, en estas circunstancias, los espacios para la política monetaria se veían extremadamente reducidos, de manera que se debía ser muy cuidadoso con las señales entregadas.

Un Consejero justificó su votación señalando que la política monetaria había sido altamente expansiva por ya un largo periodo de tiempo. El costo de financiamiento para empresas y hogares se mantenía en niveles bajos, en muchos casos en mínimos históricos o cercanos a ellos. Por su parte, las tasas de largo plazo también estaban en niveles bajos desde una perspectiva histórica. Hace dos años, producto de la debilidad que se anticipaba en la actividad y la demanda, el Banco Central dio un significativo estímulo monetario, que se había mantenido desde entonces a pesar de que la inflación llevaba ya más de un año 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 de inflación en el horizonte de política se mantenían ancladas en 3%. Sin embargo, la persistencia de la inflación y los riesgos asociados a ella no dejaban espacio alguno para un mayor estímulo monetario en las actuales condiciones. Por ello que la opción de un recorte de la TPM se podía desechar rápidamente por improcedente. La opción de subirla, por otro lado, no era coherente con una economía que había mostrado una creciente debilidad.

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%.