

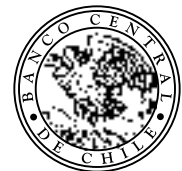
Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2015

BANCO CENTRAL DE CHILE

Como parte de nuestro esfuerzo para mejorar la calidad de los productos asociados a la RPM, estamos interesados en conocer su opinión respecto de la estructura y contenidos de los antecedentes, el comunicado, la presentación y la minuta, y qué tan útiles son para usted.

[Por favor tome algunos minutos para llenar este cuestionario.](#)
[Sus respuestas nos serán de mucha utilidad.](#)



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°226, celebrada el 15 de septiembre de 2015.

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

Asiste 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; 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 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^{1/}.

Los antecedentes conocidos desde el cierre estadístico del Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, en particular el alto registro inflacionario de agosto y el movimiento al alza de algunas medidas de expectativas de inflación de mediano plazo, confirmaban la preocupación respecto de la persistencia de la inflación en niveles elevados.

Como se había discutido en el último IPoM, los antecedentes acumulados en el último tiempo eran coherentes con una política monetaria algo menos expansiva, lo que implicaba una reducción del estímulo monetario de entre 50 y 75 puntos base (pb). En este contexto, la disyuntiva relevante para esta Reunión era si las noticias justificaban o no adelantar dichos incrementos respecto de lo comunicado en el IPoM: un aumento de tasas hacia fines de este año o inicios del siguiente.

En línea con lo anterior, la División Estudios consideró que las opciones de política relevantes para esta Reunión eran subir 25 pb y llevar la tasa de política monetaria (TPM) a 3,25% o mantenerla en 3%. En todo caso, a partir de la discusión del IPoM, era evidente que en ambos casos el sesgo debería ser al alza, ya que, independiente de la decisión, en el escenario más probable serían necesarias alzas de la TPM en el corto plazo.

Respecto de las noticias recientes, en líneas generales, los datos publicados con posterioridad al cierre estadístico del IPoM se enmarcaban dentro del escenario de baja actividad y mayor inflación presentado allí. Incluso, si bien la inflación de agosto había estado por sobre las proyecciones, la sorpresa había sido casi totalmente asociada a algunos componentes muy volátiles, toda vez que la inflación subyacente, si bien alta, evolucionaba en línea con lo esperado. Sin embargo, había dos desarrollos recientes que eran importantes de destacar.

Por una parte, si bien las distintas medidas de expectativas de inflación a un año seguían considerando una importante reducción de la inflación anual a ese plazo —fluctuaban entre 3 y 3,7%, bien por debajo del 5% actual—, algunas medidas de expectativas a dos años habían aumentado. Por otra parte, aunque las diversas encuestas sugerían una trayectoria para la TPM similar a la propuesta en el IPoM de septiembre, la trayectoria implícita en el precio de los activos financieros señalaba una reducción del estímulo monetario mayor y más anticipada que la considerada en dicho Informe. Ambos desarrollos eran relevantes para la evaluación de las opciones de política.

Como se había mencionado en ocasiones anteriores, era evidente que un aumento de las expectativas de inflación de mediano plazo por sobre el objetivo de 3% constituía un riesgo relevante para la trayectoria de la inflación, el que de materializarse acotaría de manera significativa los espacios para llevar adelante una política monetaria contracíclica. En el contexto actual, los datos de inflación y de expectativas de inflación apuntaban a que este riesgo había aumentado algo, especialmente porque algunos indicadores sugerían que, en el presente ciclo, la persistencia de la inflación podría ser algo mayor que lo estimado previamente.

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

No obstante lo relevante de este fenómeno, la División Estudios consideró que los factores que acotaban este riesgo seguían presentes, especialmente si se comparaban con episodios pasados. A su juicio, de mantenerse las expectativas de inflación a mediano plazo bien ancladas, no había otros elementos que evidenciaran mayores presiones inflacionarias en dicho plazo. De hecho, la mayor debilidad de la actividad local y externa y la corrección a la baja del precio de las materias primas apuntaban en esa dirección. De este modo, si bien era cierto que la evaluación de las holguras de capacidad presentada en septiembre no indicaba que estas estuvieran contrapesando de manera relevante la mayor inflación derivada de la depreciación del peso, dicha evaluación también mostraba que en el mediano plazo no serían fuente de presiones inflacionarias adicionales.

Respecto del escenario del IPoM, la trayectoria implícita en los instrumentos financieros para la TPM consideraba una reducción no solo más anticipada, sino también mayor del estímulo monetario. La División Estudios consideró que validar una trayectoria de este tipo podría tener algún efecto no deseado en la actividad y con ello en la inflación de mediano plazo. Esto, especialmente en un contexto donde los riesgos a la baja para la actividad habían aumentado y donde las condiciones financieras externas se habían vuelto menos holgadas, lo que podría afectar de manera más intensa a las tasas de más largo plazo.

En este entorno, se consideraba que la evolución reciente de las expectativas de inflación a mediano plazo hacía recomendable anticipar el retiro del estímulo monetario respecto de lo planteado en el IPoM, pero se debía cuidar que la comunicación no validase una trayectoria de tasas futuras mucho más restrictiva que la considerada en dicho Informe. En este contexto, la División Estudios era de la opinión que un alza de la TPM hoy, contrario a lo esperado por la gran mayoría del mercado, podría entenderse como que el Consejo consideraba que el análisis del reciente IPoM había quedado obsoleto a las pocas semanas, validando la necesidad de una trayectoria para la TPM esencialmente distinta de la allí supuesta. Así, la División Estudios favorecía la opción de mantener la tasa en 3%, incluyendo un claro sesgo al alza que señalizara que, en línea con el análisis del IPoM de septiembre, la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de proyección requería disminuir el elevado estímulo monetario actual, considerando que ello podría ocurrir algo más rápido que lo previsto en dicho Informe.

2. Decisión de política monetaria

En el plano interno, todos los Consejeros coincidieron en que, desde la publicación del IPoM de septiembre, las noticias en materia de inflación eran

las más relevantes. Algunos Consejeros comentaron que, en todo caso, la sorpresa en el registro del mes había provenido del componente más volátil del IPC, como las frutas y las verduras. Así, en opinión de un Consejero, si bien la inflación se ubicaba por sobre lo previsto en el corto plazo, no se modificaba la visión respecto de los determinantes del proceso inflacionario hacia el mediano plazo que estaban implícitos en las proyecciones. Un Consejero recordó que en la Reunión anterior se había destacado la preocupación por la postergación de la convergencia a la meta. Después del dato de agosto, las proyecciones de inflación en doce meses habían vuelto a subir, lo que además coincidía con un aumento de las expectativas de inflación, observado tanto en los precios de mercado como en la distribución de frecuencias de las diversas encuestas.

Un Consejero resaltó el fuerte impacto que había tenido la depreciación del tipo de cambio en la inflación, en un contexto de una desaceleración importante de la actividad y la demanda, pero sin generar holguras importantes que contribuyeran de manera significativa a una menor inflación. En este sentido, destacó la trayectoria de los indicadores del mercado laboral, como la creación de empleo y la trayectoria de los salarios nominales, y también la inflación de servicios. Estos antecedentes eran coherentes con la evaluación entregada en el IPoM de un menor crecimiento del PIB potencial. No obstante, era de la opinión de que la economía atravesaba por una fase de debilidad, reflejada especialmente en la inversión, tanto en su componente importado como local. Junto con un cambio relevante en las condiciones externas, esto había requerido una política monetaria decididamente expansiva, que había facilitado el ajuste de precios relativos y había permitido suavizar el ajuste en demanda y actividad por el cual había transitado la economía en los últimos trimestres. Las condiciones generales de crédito, las tasas de interés de mercado, y el crecimiento del dinero y las colocaciones nominales en torno a 10% corroboraban lo anterior.

Un Consejero consideró que otra noticia de relevancia en el mes era el ajuste de los distintos indicadores de expectativas privadas relativos a la conducción de la política monetaria. Las encuestas de analistas y operadores se habían alineado de manera bastante cercana con el mensaje del IPoM, pero los precios de activos habían tenido una reacción más acentuada.

En el plano externo, varios Consejeros comentaron los acontecimientos en China y las expectativas por el actuar de la Reserva Federal en la reunión que sostendría en septiembre, resaltando que se mantenían los principales focos de volatilidad. Un Consejero añadió la baja de la calificación de riesgo de Brasil por una agencia de “rating” y el alza sorpresiva de la TPM en Perú. Un Consejero planteó que la debilidad en China, junto con ciertos problemas estructurales en algunas economías, habían contribuido al, en algunos casos,

fuerte debilitamiento de las economías emergentes. Prosiguió señalando que la volatilidad de los precios de activos, como las monedas, y también los precios de las materias primas debían ser ponderados juiciosamente. Ello, por cuanto en el corto plazo podían provocar movimientos cambiarios relevantes con impactos de corto plazo en inflación, y podían anticipar un panorama externo más deteriorado en el mediano plazo.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que las dos opciones planteadas por la División Estudios eran válidas. Un Consejero indicó que el escenario del IPoM recientemente divulgado seguía siendo válido, lo que implicaba, como se había señalado públicamente, el inicio de un proceso gradual de normalización del significativo estímulo monetario vigente relativamente pronto. En el esquema de política monetaria usado por el Banco, era clave que la TPM tuviese una trayectoria congruente con la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de dos años. Así, no debía extrañar el mensaje del IPoM en cuanto a una normalización de la TPM hacia una instancia más neutral. Los antecedentes del mes motivaban a preferir la opción de mantener la TPM en 3%, puesto que su incremento llevaría a una lectura, en su opinión, equivocada, de que (i) el escenario del IPoM ya no era válido, y (ii) que se requería un ajuste monetario bastante más intenso que lo señalado. Por ejemplo, la validación de expectativas implícitas en los precios de los activos financieros implicaría alrededor de 50pb de mayor TPM que aquella implícita en la trayectoria del IPoM, lo que tendría un efecto de similar magnitud en las proyecciones de crecimiento del 2016, con un efecto algo más acotado en inflación. Aunque se podían plantear escenarios de riesgo donde eso fuera un ajuste monetario adecuado, constituía una desviación significativa del escenario base que no estimaba estuviera materializándose.

Un Consejero consideró que en estas circunstancias, el mayor riesgo era que nuevas sorpresas inflacionarias consolidaran expectativas de inflación alta por un tiempo más prolongado. Dichas sorpresas podían tener múltiples causales: alzas puntuales de alimentos, nuevas depreciaciones del peso —derivadas, por ejemplo, de un alza de la tasa de interés de la Reserva Federal—, o un ajuste de los salarios nominales más lento que lo implícito en la proyección. Aunque ninguno de estos elementos era parte del escenario base del IPoM, cada uno de ellos tenía probabilidades relevantes. Si se consolidaban expectativas de inflación más elevadas, el ajuste monetario debería ser más abrupto y costoso en términos de actividad y empleo. Por ello, estimaba que era necesario anticiparse a ese evento, comenzando a subir las tasas de interés inmediatamente. En su opinión, era cierto que existía un riesgo de que ello fuera interpretado como una confirmación de la trayectoria de tasas de interés que señalaban los precios de los activos financieros en distintos plazos y que de acuerdo con el Consejo iba

más allá de lo necesario. Sin embargo, a su juicio, adelantarse a lo anticipado por el mercado reducía las probabilidades de ajustes de tasas de la magnitud que proyectaban los mercados financieros en ese momento, y era de la opinión que eso podría comunicarse sin grandes problemas.

Un Consejero manifestó que la evaluación sobre la posición cíclica de la economía —con brechas de capacidad acotadas y ampliándose levemente en los próximos trimestres— y el efecto inflacionario de la depreciación cambiaria, sugerían que si bien la política monetaria debía mantenerse en un modo expansivo hacia adelante, la convergencia de la inflación a 3% requería de un alza gradual de la TPM. En un contexto de altos registros de inflación, de riesgos de una mayor persistencia y expectativas al alza, la validez de evaluar un aumento de la TPM tomaba fuerza. Especialmente, considerando que la tasa de interés real a un año plazo había caído con fuerza en los últimos meses. Perspectivas de inflación más altas hacia adelante podían restringir significativamente los grados de libertad de la política monetaria para mantenerse en una posición expansiva por un buen tiempo. En las últimas comunicaciones con el mercado, el Banco había dado señales claras respecto de su evaluación de la dinámica inflacionaria, de la posición cíclica de la economía y de la necesidad de aumentar gradualmente la tasa de interés. Con todo, estimó que la estrategia de adelantar el alza de tasas a esta Reunión, siendo válida, tenía como principal inconveniente que podía ser interpretada por el mercado como una señal de un aumento de TPM significativamente mayor y más rápido que lo deseable. En otras palabras, resultaría difícil comunicar al mercado un alza hoy sin cuestionar de manera importante la evaluación del último IPoM, lo que no consideraba correcto.

En opinión de un Consejero, ninguna de las opciones planteadas se imponía claramente sobre la otra. La opción de mantener se basaba primordialmente en sostener una cierta coherencia con el IPoM, sin reaccionar a datos que podían ser puntuales y tampoco validar una curva de tasas de interés muy por sobre la contenida en él. También, en que las expectativas a dos años seguían ancladas en 3%, más allá de algunas mediciones que mostraban algún aumento. Por último, esta opción se basaba en que si bien la brecha era pequeña y no se esperaba que se ampliase en forma significativa, ayudaba en algo a mitigar futuras presiones inflacionarias. El escenario base tampoco incorporaba una depreciación significativa del peso a futuro. La opción de subir la TPM se relacionaba con la necesidad de retirar algo del significativo impulso monetario actual para que la inflación convergiera a 3% en el horizonte de proyección. También, con que mientras antes se hiciera esto se daba una señal mayor de vocación antiinflacionaria. Además, los riesgos de una depreciación adicional con efectos sobre la inflación no eran menores. Se sumaba que, aunque aún no importantes, había algunos indicios de expectativas a dos años que se habían

elevado, lo que en sí constituía un riesgo para el objetivo inflacionario. La mantención de la inflación por ya un año y medio arriba de la parte superior de nuestro rango meta era en sí un riesgo para las expectativas inflacionarias. En tanto, la brecha era pequeña y no ayudaría mucho en el proceso antiinflacionario. A su vez, los salarios y costos laborales unitarios seguían creciendo por arriba de los compatibles con una inflación de 3%. Asimismo, el mercado laboral seguía dinámico. Finalmente, y no menos importante, la opción de aumentar se basaba en que el impulso monetario actual era sustancial y que en este escenario podía ser excesivo para el logro del objetivo del Banco. En opinión de este Consejero, se tenían así argumentos contundentes en ambos sentidos, por lo que más allá de si se decidía o no subir la TPM en esta Reunión, debía haber un sesgo claro de aumento de tasas en un horizonte muy próximo.

3. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Vergara, del Vicepresidente señor Claro y del Consejero señor García, mantener la tasa de interés de política monetaria en 3%. El Consejero señor Vial votó por incrementarla en 25 puntos base.