

Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2015

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°227, celebrada el 15 de octubre 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 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, 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 Tatiana Vargas Manzo; la Economista Senior doña Natalia Gallardo Schnettler; y la Secretario General, doña Marlyns 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 la última Reunión eran, en términos generales, coherentes con las proyecciones del último Informe de Política Monetaria (IPoM). La inflación de septiembre había estado algo por debajo de lo anticipado, pero, junto con la sorpresa positiva de agosto, había dejado a la inflación en línea con las proyecciones del IPoM. Más importante, las sorpresas en la inflación subyacente —SAE— habían sido menores y, al igual que la inflación total, después de dos meses no presentaba desviaciones relevantes respecto de lo anticipado en el IPoM.

En relación con la actividad, el PIB resto había evolucionado de acuerdo con lo previsto, no así la producción minera, que había mostrado un desempeño bajo. Ello incidiría negativamente en el desempeño del PIB total, cuyo crecimiento anual podría, incluso, ubicarse por debajo del rango de crecimiento propuesto en el IPoM pasado. Salvo elementos puntuales, la demanda seguía débil, en línea con lo estimado; el mercado del trabajo continuaba acomodándose al ajuste cíclico con singular resiliencia; y las tasas de interés en los distintos mercados financieros locales permanecían bajas.

La economía internacional tampoco presentaba cambios significativos respecto del escenario base de septiembre, aunque la probabilidad de ocurrencia de algunos escenarios de riesgos había aumentado.

En este contexto, seguía vigente la visión de que la convergencia de la inflación sería lenta y que para materializarse requeriría disminuir el estímulo monetario en 50 o 75 puntos base (pb) durante los próximos meses.

Respecto del aumento por sobre 3% de algunas medidas de inflación esperada a dos años, discutido en la Reunión pasada, se observaba una reversión al valor meta. Al mismo tiempo, la curva de rendimiento se había ajustado, alineándose con una trayectoria de la tasa de política monetaria (TPM) comparable con la contemplada como supuesto de trabajo en el IPoM de septiembre. Esto era indicativo de que el promedio del mercado consideraba que el ajuste del impulso monetario contenido en dicha trayectoria era adecuado y que los riesgos de una evolución indeseada de las expectativas de inflación habían disminuido.

En este contexto, la División Estudios consideró que la opción de subir la TPM en 25pb y mantener el sesgo al alza era lo apropiado para esta Reunión, toda vez que en un marco de metas de inflación la trayectoria de la TPM debía ser la que llevara a que, en el horizonte de política, la proyección de inflación fuera igual a la meta. Así, más allá de los vaivenes de los registros mensuales de inflación, e independiente de que las expectativas se encontraban bien ancladas en la meta, la División Estudios era de la opinión que se requería disminuir

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

parcialmente el impulso monetario en línea con lo expresado en el IPoM y las sucesivas comunicaciones del Banco. Ello, considerando la mayor persistencia de la inflación, las holguras de capacidad algo menores que lo anticipado algunos trimestres atrás y la visión de que la economía estaba en condiciones de elevar gradualmente su ritmo de crecimiento, acercándose a su potencial hacia fines del 2016.

Por lo demás, el impulso monetario era particularmente alto, como lo mostraban las tasas reales negativas en el corto plazo —de hecho, dentro de las más bajas entre un conjunto de países comparables— y en torno a sus mínimos históricos en plazos más largos. Lo anterior, sin perjuicio de que se consideraba que la política monetaria todavía debía seguir colaborando a la suavización del ciclo, manteniéndose expansiva por un buen tiempo.

De todos modos, la División Estudios opinaba que la opción de mantener la TPM en 3% no debía ser descartada de plano, ya que algunos de los escenarios de riesgos presentados en el IPoM —y que suponían consecuencias negativas sobre la actividad y la inflación de mediano plazo, aunque no necesariamente para la inflación de corto plazo— habían aumentado su probabilidad de ocurrencia. En particular, el deterioro de la economía brasileña había sido más rápido de lo esperado, lo que no había dado tiempo a varias economías de la región para ajustar sus cuentas externas y, en algunos casos, fiscales. En este contexto, la probabilidad de un contagio financiero de los problemas en Brasil hacia la región, y finalmente hacia Chile, era también algo mayor. Por otra parte, la mantención de la tasa de interés de política en Estados Unidos, entre otros factores, había llevado a los mercados a tomar una posición más blanda respecto de las acciones futuras de la Reserva Federal (Fed), aumentando la discrepancia entre lo que pensaba el mercado y lo planteado por varios de los principales líderes de esa institución. Adicionalmente, todo indicaba que los demás bancos centrales de los países desarrollados estaban más inclinados a aumentar el grado de estímulo monetario, lo que intensificaría la divergencia de sus políticas monetarias con la de la Fed. En este contexto, era probable que se observara mayor volatilidad en los mercados financieros, aumentos de premios por riesgo, un mayor fortalecimiento global del dólar y nuevas correcciones a la baja del precio de las materias primas. En Chile, si bien los indicadores de confianza mostraban cierta estabilidad, seguían en niveles bajos. Además, desde hacía ya un tiempo, las partidas que suelen anticipar el ciclo de empleo indicaban que la posibilidad de un ajuste más rápido del mercado laboral no era descartable.

En este contexto, la opción de esperar para recabar más información era una opción que no se podía descartar de plano. Sin embargo, a juicio de la División Estudios, los costos de esta opción, en términos del esperable retraso de la

convergencia de la inflación a la meta y de la dificultad de comunicar al mercado un acción de política no esperada —y, en cierta medida, discordante con lo que se había comunicado recientemente—, superaban claramente los beneficios del aplazamiento. Ello, especialmente si se consideraba que parte de los efectos derivados de estos escenarios de riesgo podían ser muy transitorios y que, de generar desviaciones más persistentes o más disruptivas en la economía, la historia mostraba que el Banco Central tenía la capacidad de cambiar el curso de política de manera rápida.

2. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que los antecedentes acumulados desde la publicación del IPoM de septiembre eran coherentes con el escenario allí delineado. En lo referente a los acontecimientos externos, varios Consejeros comentaron el deterioro de las economías emergentes, resaltando el caso de Brasil, y las expectativas respecto del próximo accionar de la Fed. Un Consejero consideró preocupante que la mayor vulnerabilidad percibida en los países de América del Sur alcanzaba también a países con economías bien manejadas, lo que obligaba a evaluar los efectos de posibles contagios derivados de alzas de tasas en Estados Unidos y nuevas salidas de flujos de capitales desde países emergentes. Sobre esto último, manifestó su preocupación por la creciente divergencia entre las expectativas de los mercados financieros y la visión de la Fed respecto de la oportunidad en que comenzaría el retiro del estímulo monetario. Ello, porque una acción temprana de esa institución podría traducirse en un mayor impacto sobre los países emergentes.

Un Consejero comentó que en el centro de la explicación de la dinámica de los mercados financieros estaba probablemente la decisión de la Fed de no subir tasas en su última reunión y, en su opinión, a una confusa comunicación sobre las consideraciones de tal decisión. El aplanamiento de la curva de rendimiento en Estados Unidos había empujado a una búsqueda de retorno presionando al alza a los precios de los activos de mayor riesgo, incluyendo los de países emergentes, aun en un contexto de mayor debilidad. Esto podría revertirse rápidamente ante una señal diferente por parte de la Fed, lo que, a su juicio, era, en el corto plazo, uno de los riesgos sobre los cuales había que poner más énfasis.

En cuanto al escenario interno, varios Consejeros comentaron que la sorpresa a la baja de la inflación del IPC de septiembre compensaba la sorpresa en dirección opuesta de agosto, por lo que el escenario inflacionario del IPoM de septiembre seguía plenamente vigente. Algunos Consejeros destacaron la desaceleración de los salarios nominales, los que de todas formas crecían a tasas elevadas.

En cuanto a la actividad, todos los Consejeros hicieron referencia a la menor actividad minera. Algunos de ellos señalaron que, en todo caso, no había mayores novedades en la evolución del resto de los sectores, los que se entendían más relevantes para la evaluación de las presiones inflacionarias. Varios Consejeros destacaron el dinamismo que mantenía la creación de empleo.

Por el lado de la demanda, varios Consejeros hicieron notar que el proceso de consolidación fiscal anunciado por el Ministerio de Hacienda era coherente con el encuadre de mediano plazo considerado en las proyecciones del último IPoM. Un Consejero indicó que ello representaría un menor impulso a la demanda interna.

Varios Consejeros comentaron que en lo más reciente, diversos antecedentes daban cuenta de alguna inquietud de la banca respecto del riesgo de la cartera de clientes, tanto comerciales como de consumo. Ello era coherente con la evolución cíclica de la economía y también con el diagnóstico incluido en Informes de Estabilidad Financiera (IEF) recientes acerca de la menor fortaleza relativa de los usuarios de crédito. De hecho, el endeudamiento de las empresas chilenas se mantenía en niveles altos y, si bien había varios factores mitigantes, era indudable que su fortaleza para enfrentar un escenario externo complejo y uno interno de bajo crecimiento era menor que en años recientes. Por el lado de los hogares chilenos también se observaba un incremento gradual del endeudamiento, lo que en algunos de los escenarios de riesgo podría generar un deterioro del comportamiento de pago con la banca. En este contexto, era crucial mantener la flexibilidad de la política monetaria, en particular, que el comenzar un proceso de ajuste del impulso monetario no fuera obstáculo para actuar con celeridad ante la materialización de escenarios de riesgo que requirieran cambios en el curso de la política monetaria. Un Consejero agregó que la capacidad de reacción de la política monetaria estaba íntimamente relacionada con la situación inflacionaria y con la perspectiva que el mercado tuviera respecto del compromiso y la actitud de la autoridad monetaria respecto de ese fenómeno. En particular, en circunstancias donde la inflación se mantuviera alta, la capacidad o la flexibilidad de reacción podía ser bastante menor.

Respecto de la decisión de política, todos los Consejeros consideraron que ambas opciones presentadas por la División Estudios eran válidas, toda vez que el escenario planteado en el IPoM no se había modificado con la información recabada desde su publicación.

Un Consejero recordó que la conducción de una política monetaria bajo metas de inflación implica la congruencia de la trayectoria de la tasa de interés con la convergencia de la inflación al centro del rango meta, hacia fines del horizonte

de dos años. Traducir esto en una trayectoria de tasas introducía grados de predictibilidad y de sistematicidad en la toma de decisiones, lo que permitía orientar de forma adecuada las expectativas privadas, y también justificar apropiadamente su naturaleza prospectiva, no reaccionando mecánicamente a eventos, por ejemplo, de política monetaria en otras partes del mundo. Añadió que, de mantenerse la TPM en esta Reunión, se debía adoptar un sesgo muy claro respecto de que se aproximaba un alza. En su opinión, esto implicaría incluir en el Comunicado un sesgo aún más explícito que el del mes pasado, lo que era muy difícil de lograr, dado justamente que la política monetaria con metas de inflación debía ser persistente y sistemática. Por otro lado, la opción de subir implicaba una cierta probabilidad de alzas en los próximos meses, pero su inmediatez era claramente menos cierta.

Un Consejero señaló que después de un tiempo prolongado en que la inflación efectiva y la SAE habían estado por encima del rango de tolerancia —situación que además debería persistir por varios trimestres antes de su normalización— correspondía comenzar a retirar parcialmente el estímulo monetario. Postergar más esta decisión incrementaba la probabilidad de tener que hacer un ajuste más brusco en el futuro.

De acuerdo con otro Consejero, los antecedentes analizados conducían a dos conclusiones. La primera, que la necesidad de reducir gradualmente la expansividad de la política monetaria se mantenía sin cambios. Ello, pues parte del fenómeno que originalmente pudo haber sido considerado como transitorio había dado señales de tener un componente persistente, reflejado esencialmente en la trayectoria del mercado laboral y de la inflación de servicios. La segunda, que el cambio requerido en la TPM era acotado. La economía seguía sin dar muestras de una recuperación; el mercado laboral mostraba señales de debilitamiento; y las expectativas de inflación a mediano plazo se mantenían estables, por lo que se debía conservar la política monetaria acomodaticia. Con todo, los altos niveles de inflación, su composición, su persistencia y los riesgos al alza en el corto plazo reforzaban la necesidad de un ajuste acotado que asegurara la convergencia de la inflación hacia 3% en el 2017. Solo de esa manera la política monetaria podría seguir acompañando la recuperación de la economía y evitando alzas de las tasas de largo plazo. Así, en las circunstancias del momento, se visualizaba un ajuste de la TPM del orden de 50pb en los próximos meses. Agregó que a las dos opciones presentes también se podría agregar, para efectos de una comunicación clara y ganar flexibilidad hacia adelante, la opción de subir 50pb en esta Reunión, eliminando el sesgo. Sin embargo, en su opinión, eso podría dar una señal confusa al mercado, por cuanto no era esperado.

Un Consejero reiteró que la política monetaria había sido ampliamente expansiva en el último tiempo y que lo seguiría siendo, pero que era necesario reducir en algo dicho impulso para lograr que la inflación se ubicara en la meta en el horizonte de proyección. De hecho, la TPM real era la más expansiva de América Latina y probablemente de todo el mundo emergente. Ello había contribuido a un aterrizaje suave de la economía, que había sido particularmente benigno si se lo comparaba con desaceleraciones previas. Si bien consideraba que ambas opciones de política planteadas eran pertinentes, le parecía que se imponía claramente la de subir la TPM a 3,25%. Tomar esta decisión era coherente con el mensaje que se había dado. No hacerlo planteaba una incongruencia que tendría efectos en los precios de los activos y también en la inflación esperada. A su juicio, mantener el actual impulso por mucho más tiempo era incoherente con la meta de inflación, y el mercado así lo percibía. Mientras antes se actuara, dentro de lo delineado en el análisis del Consejo, más coherencia habría. Recalcó que, basado en las nuevas estimaciones del PIB potencial, la brecha era negativa, pero moderada, lo que hacía difícil pensar que fuese fuente de un fuerte impulso antiinflacionario. Además, se debía mencionar que la persistencia que había mostrado la inflación apuntaba a una convergencia gradual a la meta. La opción de mantener era cada vez menos coherente, ya que no había nada que permitiera decir que el escenario delineado en el IPoM había cambiado. De todas formas, a favor de esta opción podía mencionarse el menor crecimiento de los salarios en los últimos meses. Sin embargo, se debía ser cauteloso al respecto, toda vez que estos seguían creciendo por sobre su promedio histórico y no era descartable que la indexación y la resiliencia del mercado laboral mantuvieran un dinamismo relativamente importante de esta variable por más tiempo. Finalizó señalando que la opción de subir la tasa de interés mostraba una decisión muy clara del Banco Central de no permitir sorpresas inflacionarias a mediano plazo, reduciendo, así, los riesgos asociados a la permanencia por un año y medio de la inflación por sobre la meta.

3. Acuerdo

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