

Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2015

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°228, celebrada el 12 de noviembre de 2015.

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 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 Subrogante, don Ricardo Consiglio Fonck; 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 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/}.

En términos generales, los datos conocidos durante el mes habían estado en línea con las proyecciones del Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre. En el exterior, la principal noticia había sido el positivo dinamismo del mercado laboral en Estados Unidos, lo que reafirmaba una visión relativamente optimista

sobre la recuperación de esa economía y aumentaba significativamente la probabilidad de que la Reserva Federal (Fed) iniciara el retiro del estímulo monetario a fines de este año. El escenario base del IPoM de septiembre suponía que este proceso comenzaría a fines de este año, que sería gradual y que la Fed lograría llevarlo adelante sin provocar disrupciones importantes en los mercados financieros. Así, en la medida que no causara cambios relevantes en el precio de otros activos, este evento no debería generar modificaciones en la trayectoria propuesta para la tasa de política monetaria (TPM) en Chile. No obstante, como se había discutido en detalle en ocasiones anteriores, era evidente que esta situación no estaba exenta de riesgos, los que de materializarse podrían requerir acciones distintas de las planeadas y, por lo tanto, debía ser monitoreada con sumo cuidado.

En el plano local, la actividad del tercer trimestre había estado en línea con las proyecciones, gracias al mejor desempeño de los sectores resto, que compensó un comportamiento de la minería por debajo de lo esperado. El mercado laboral continuaba mostrando un grado de resiliencia relevante, tanto en la creación de empleo como en los salarios y la demanda agregada, salvo algunos elementos puntuales, mostraba un comportamiento de consumidores e inversionistas cauto, pero estable. Las condiciones locales y externas seguían adecuadas para una recuperación del ritmo de crecimiento hacia niveles cercanos a su potencial para la segunda parte del 2016.

A pesar de haber disminuido en octubre, la inflación anual seguía alta y se esperaba que fluctuara por sobre el rango de tolerancia al menos durante la primera mitad del 2016. Detrás de la persistencia de la inflación en niveles altos estaban las sucesivas depreciaciones del peso, las que no habían permitido que la inflación de bienes transables retornara a niveles bajos, más cercanos a su comportamiento histórico y, por lo demás, coherentes con una inflación externa que permanecía muy baja. También había contribuido que la inflación de bienes no transables permanecía en niveles elevados, impulsada, entre otras cosas, por los efectos de segunda vuelta derivados de los altos registros de inflación pasados; por el mayor nivel de indexación de algunos componentes de esta categoría; y porque las holguras de capacidad, si bien eran negativas, permanecían acotadas, como se desprendía de las diferentes medidas presentadas en esta Reunión y de la evolución del mercado laboral. Por último, el comportamiento de la inflación del IPC en octubre había estado en línea con lo previsto, aunque la inflación subyacente —inflación SAE— había sorprendido al alza, sorpresas que se consideraba serían persistentes.

Así, los datos ratificaban el análisis presentado en el IPoM, en particular que la convergencia de la inflación hacia la meta requeriría eliminar parte del actual

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

estímulo monetario. Dicha conclusión había sido adecuadamente internalizada por el mercado y tanto las encuestas como los precios de los activos financieros mostraban una evolución esperada para la tasa de política monetaria que era, en líneas generales, coherente con ese análisis.

En este contexto, la División Estudios consideró como relevantes para la discusión tanto la opción de mantener la TPM en 3,25% como la de subirla a 3,50%, pero estimó que los antecedentes presentados favorecían la opción de mantener la tasa en 3,25% y su sesgo al alza. Dicha opción era, por una parte, coherente con la necesidad de continuar disminuyendo el estímulo monetario de manera gradual. Por otra, al estar en línea con lo esperado por el promedio de los agentes de mercado, ayudaba a mantener un mayor grado de predictibilidad de la política monetaria, lo que tenía valor, especialmente en un contexto de ajuste de la política monetaria.

Por otra parte, a pesar de que las cifras conocidas eran coherentes con un escenario de recuperación gradual de la actividad durante el 2016, los riesgos a la baja para la evolución de la actividad en el mediano plazo seguían vigentes, tanto por la muy lenta recuperación de los indicadores de confianza a nivel local, como por el escenario de actividad global, donde persistían dudas sobre el futuro de China y de algunas economías emergentes de la región, y sobre posibles interrupciones asociadas al proceso de normalización de tasas de la Fed.

La opción de retirar el estímulo monetario con una intensidad mayor que la presupuestada, subiendo la TPM en 25 pb y manteniendo el sesgo al alza, no debía ser descartada de la discusión. El grado de expansividad de la política monetaria era alto, lo que era evidente al comparar la instancia de política en términos reales con la de otras economías similares. Además, la inflación de bienes no transables había mostrado un importante grado de persistencia, provocando que el necesario ajuste de precios relativos ocurriera en un contexto de mayor inflación que el previsto. Además, en las proyecciones internas la convergencia de la inflación estaba fuertemente asociada a la estabilización del tipo de cambio, lo que de no ocurrir pondría presión a la inflación no solo por su impacto directo en el corto plazo, sino también por los efectos de segunda vuelta que incidirían en un aumento de la persistencia de la inflación. Por último, la sorpresa observada en la inflación SAE podría no ser solo un error de proyección, sino más bien reflejo de presiones inflacionarias algo mayores.

No obstante la relevancia de estas consideraciones, a juicio de la División Estudios todavía no había evidencia clara que justificara una reducción del estímulo monetario mayor que lo contemplado en el IPoM de septiembre. En primer término, estos mismos argumentos eran los que justificaban la disminución

del impulso monetario propuesto en el IPoM, y no había evidencia clara de que se hubieran intensificado en los últimos meses. Por otra parte, si bien se consideraba que las condiciones para una recuperación gradual de la actividad hacia fines de 2016 estaban presentes, la economía había estado creciendo bajo su potencial por un tiempo prolongado, lo que limitaba de manera relevante los riesgos de presiones inflacionarias en el horizonte de proyección usual. Por último, la discusión y análisis preparatorio para el IPoM de diciembre era el marco adecuado para reevaluar las implicancias de estos y otros elementos en la evolución de la inflación.

2. Decisión de política monetaria

Respecto del entorno externo, un Consejero indicó que tendía a consolidarse el escenario delineado en el IPoM, con un fortalecimiento relativo de Estados Unidos y, en menor medida, Europa, así como una desaceleración en los países emergentes, que en el caso de algunos países grandes, como Brasil y Rusia, se había convertido en una recesión. La postergación del inicio del ciclo de alzas en la tasa de interés de la Fed había moderado la aversión al riesgo y las salidas de capitales desde los países emergentes, lo que podría cambiar dependiendo de la decisión y los mensajes que entregara la Fed en su reunión de diciembre. Añadió que, quizás, el único aspecto en el que había una desviación significativa respecto del escenario base del IPoM era en el deterioro de los precios de las materias primas y, en particular del cobre, que reflejaba tanto una mayor debilidad de la demanda, especialmente de países emergentes, como una mayor fortaleza del dólar. A su juicio, en la medida que estas fuerzas persistieran, era probable que se retrasara la recuperación de estos precios, a pesar de los recortes de producción realizados.

Un Consejero mencionó que lo más destacable del último mes habían sido las cifras de empleo en Estados Unidos y la perspectiva de que la Fed aumentaría su tasa en diciembre. Agregó que, hasta hacía pocas semanas, los mercados visualizaban una postergación de esta decisión hasta entrado el 2016, lo que había impulsado los precios de los activos riesgosos en países emergentes, así como una apreciación de sus monedas. Las últimas cifras habían revertido rápidamente esas tendencias y daban cuenta de un ajuste relevante en monedas y tasas. Esta perspectiva de normalización de tasas en Estados Unidos —aunque fuera lenta— junto con un impulso monetario mayor en Europa, como lo había anticipado el Presidente del Banco Central Europeo, sugerían una presión alcista al dólar. En tal sentido, creía que un elemento a seguir de cerca en los próximos meses era el riesgo de que esta presión sobre el dólar generara cambios importantes en la trayectoria de los precios de las materias primas, el tipo de

cambio y las perspectivas de inflación. En la misma línea, un Consejero señaló que era natural que en las próximas semanas el debate económico internacional estuviera dominado por la eventual alza de tasa de la Fed; y que era esperable que la volatilidad y la presión sobre los precios de los activos, en particular en economías emergentes, estuviera ligada a la divergencia de las políticas monetarias de las economías desarrolladas.

Un Consejero resaltó que debía continuar monitoreándose con mucho cuidado el escenario externo, dado que era ahí donde estimaba estaban las principales posibles desviaciones del escenario de crecimiento e inflación que el Banco había delineado, las que podían tener las mayores implicancias en la conducción de la política monetaria, en una u otra dirección.

En el plano interno, todos los Consejeros concordaron en que en el último mes las principales variables macroeconómicas se habían ubicado dentro del escenario previsto en el IPoM de septiembre. Un Consejero agregó que aunque algunos indicadores como el consumo de bienes durables, las importaciones de maquinaria y equipos y las expectativas en los sectores de construcción e industria mostraban algunas mejoras en el margen, estas aún eran incipientes dentro de un cuadro general de demanda débil, relativo pesimismo de los agentes económicos e inflación dominada por presiones de costos provenientes del tipo de cambio.

Un Consejero acotó que la caída de la producción minera había sido compensada por una fortaleza algo mayor de la demanda interna, reflejada en un crecimiento del PIB resto marginalmente más alto que el estimado inicialmente. Ello había sido posible, prosiguió, al menos en parte, por la permanente fortaleza del mercado de trabajo, que había dado soporte al consumo privado. Respecto de la inflación, indicó que no había grandes sorpresas y seguía en línea con las proyecciones, lo que de continuar, se debería reflejar en un aumento de las cifras anuales en los meses siguientes.

Un Consejero destacó que la inflación había sido algo superior a lo esperado, pero en líneas generales era coherente con lo planteado en el IPoM. Añadió que la inflación subyacente —IPCSAE— había sido algo más alta y se esperaba que lo fuera también en los próximos trimestres, lo que, en su opinión, más que generar un cambio de escenario, confirmaba una preocupación sobre la persistencia de la inflación subyacente, en particular de servicios, dado un mercado laboral con limitadas muestras de holguras. A su juicio, la inflación de servicios continuaba dinámica y debería mantenerse así hacia adelante, salvo que se produjera un deterioro abrupto en el mercado laboral, lo que no estaba contemplado en el escenario base del Banco. Respecto de la actividad, este Consejero indicó que

los antecedentes disponibles sugerían que la proyección de crecimiento para el 2016 debería corregirse algo a la baja respecto del IPoM de septiembre, pero principalmente por una corrección en la producción del sector minería. Con todo, concluyó, que las cifras en los sectores resto seguían mostrando una economía con un crecimiento acotado en torno a 2-2,5%, patrón que no se debería modificar sustancialmente en los próximos trimestres.

Un Consejero resaltó que la inflación subyacente había sido algo mayor que lo esperado, lo que podría implicar una mayor persistencia en la inflación total. Además, mencionó, que la inflación anual que se proyectaba entre diciembre y abril del próximo año se mantenía cerca de 5%, lo que ratificaba los riesgos en esta variable. Más aún, se seguían esperando inflaciones elevadas, particularmente a partir de enero. Con todo, agregó, que las expectativas de inflación en el horizonte de proyección se mantenían ancladas en la meta. Asimismo, por el lado de la actividad, destacó un cambio en su composición, con un menor dinamismo en el sector recursos naturales y uno mayor en el sector resto. A su juicio, esto era una noticia positiva, por cuanto este último estaba más relacionado con elementos más endógenos y coyunturales de la economía, mientras que recursos naturales estaba más relacionado con factores exógenos y que tenían mayor rezago. Por último, las noticias del mercado laboral también eran más positivas que las esperadas, toda vez que la creación de empleo se mantenía sólida y la tasa de desempleo baja. De todos modos, continuó este Consejero, era todavía prematuro aventurarse a proyectar un mejor desempeño de la economía en forma más permanente. Las expectativas, si bien habían mejorado en el margen, seguían siendo pesimistas y las proyecciones para el último trimestre de este año y el primero del próximo anticipaban que la actividad se mantendría débil todavía por un tiempo. Además, señaló que los riesgos en materia de crecimiento todavía parecían sesgados a la baja; y que se debía tener en cuenta que habría un menor impulso fiscal.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que las opciones planteadas por la División Estudios eran válidas. Un Consejero resaltó que la revisión de los principales factores que podían incidir sobre la inflación en los próximos meses reforzaba la percepción de que el escenario del IPoM seguía siendo válido. Por un lado, las presiones de demanda eran débiles. Los indicadores disponibles ratificaban que tanto el consumo como la inversión se mantenían en niveles deprimidos. El Gobierno había dado señales claras de un cambio en la intensidad del impulso fiscal en el 2016, y las señales provenientes de las empresas sugerían ajustes en los niveles de empleo y costos salariales durante los próximos meses. Así, independiente de la magnitud de la brecha de actividad, no parecía que esta fuera a reducirse significativamente en el futuro próximo. Por otro lado, la depreciación del peso

seguía siendo el principal factor detrás del aumento de la inflación durante el último año y medio, y era posible que perdiera fuerza en los próximos meses por dos razones: primero, por la relativa mayor estabilidad del tipo de cambio nominal en los últimos tres meses; y, segundo, porque comenzaban a surgir señales de compresión de márgenes de las empresas, como se registraba en el último Informe de Percepciones de Negocios. A lo anterior, se agregaba que las expectativas de inflación, más allá de la diferencia puntual en la inflación esperada y efectiva de octubre, se mantenían firmemente ancladas en 3% en el horizonte de política monetaria. Por último, la evidencia recogida no daba indicios de aumentos significativos en la toma de riesgos como producto de la búsqueda de rentabilidad en un escenario de tasas de interés prolongadamente bajas. El movimiento más notorio, correspondiente al escalamiento de precios de los bienes raíces, parecía responder más bien a factores tributarios y regulatorios que a una potencial burbuja. No obstante, la dinámica del sector inmobiliario debía ser monitoreada constantemente, no solo en lo que se refería al nivel de los precios y el financiamiento. Finalmente, este Consejero añadió que no podía ignorarse que diciembre podía registrar novedades importantes en el plano externo e interno que ayudaran a perfilar el comportamiento de los mercados y de las expectativas. De un lado, una posible alza de tasa de la Fed, combinada con la respuesta a las señales de profundización y prolongación del impulso monetario en Europa, marcaría el comportamiento de las principales divisas en el mundo. Del otro lado, sería importante constatar la dirección de la política fiscal tras la aprobación del presupuesto público, el comportamiento de los márgenes del sector corporativo y la atenuación o no del pesimismo por parte de consumidores y empresas. Por todo lo anterior, le parecía que lo más conveniente era mantener la TPM en 3,25% y esperar a incorporar esta nueva información antes de dar un próximo paso en la normalización del impulso monetario.

Un Consejero señaló que el elemento central para optar por una u otra opción de política era el análisis relativo a si el escenario del IPoM seguía siendo válido o no, lo que, a su juicio, era así, más allá de la volatilidad de las cifras mensuales. La actividad económica continuaba creciendo de manera gradual, la inflación se mantenía elevada, reflejando el efecto de la depreciación en trimestres recientes, y el mercado laboral seguía mostrando resiliencia. De cualquier modo, agregó, que habría que destacar que desde el punto de vista de los componentes no mineros, tanto en la actividad productiva como en la inversión, se tendía a observar un panorama algo menos apagado que el de meses y trimestres pasados. Así, en este contexto, y con un escenario del IPoM que tenía implícito una normalización gradual del estímulo monetario vigente, estimaba que era pertinente preguntarse si era apropiado continuar inmediatamente con el proceso de retiro del estímulo monetario iniciado el mes pasado o si lo conveniente era

hacerlo en algún momento en meses venideros. A su juicio, el elemento más importante en esta ocasión eran las implicancias comunicacionales de una u otra alternativa. Si se optara por subir la TPM en esta Reunión, habría que ser relativamente claro respecto de la mejor oportunidad para un alza adicional de la TPM, o, más aún, respecto de la conveniencia de que ello fuera necesario. En su opinión, este era el tipo de aspectos estratégicos de conducción de política monetaria que se evaluaban al momento de realizar las proyecciones del IPoM y que difícilmente podrían comunicarse de manera simple en esta Reunión, sin provocar confusión. Por otro lado, de mantener la TPM era posible transmitir sin ambigüedades que la normalización continuaría en meses venideros, por ejemplo, con una o dos alzas más, asunto que nuevamente se podía clarificar y precisar al momento de calibrar nuestras proyecciones y comunicar en el IPoM de diciembre. Por lo anterior, se inclinaba por la opción de mantener la TPM en su nivel actual, lo mismo que el sesgo en el Comunicado.

Un Consejero recordó que en el IPoM se había planteado un escenario base con un retiro parcial y gradual del estímulo monetario en los trimestres venideros. Así, y considerando que el escenario subyacente se había mantenido en términos gruesos, la decisión de subir la tasa en esta Reunión o en las próximas reuniones era una cuestión táctica. Dado que las expectativas de los agentes de mercado se habían acercado a la visión del IPoM y, en consecuencia, esperaban que la próxima alza ocurriera algo más adelante, le parecía preferible no sorprender, ya que ello podría provocar confusión. Por lo tanto, votaba por mantener la TPM en 3,25% en esta Reunión, manteniendo un sesgo al alza en el Comunicado.

Un Consejero destacó que los antecedentes acumulados justificaban una trayectoria para la política monetaria en línea con lo que se había anticipado algunos meses antes. Esto significaba principalmente que la política monetaria debía continuar siendo expansiva hacia adelante; y que se requerían ajustes graduales de la TPM en los próximos trimestres. Esto podría traducirse en un incremento en el corto plazo de la TPM, mientras que otros movimientos adicionales podrían ser necesarios ya entrado el año 2016. La preparación del próximo IPoM permitiría profundizar este análisis, pero a su juicio, con los antecedentes con que se contaba no creía que las implicancias de política monetaria en el nuevo IPoM fueran sustancialmente distintas de las actuales. Por lo tanto, la decisión de esta Reunión se enmarcaba en ese mismo contexto. De este modo, en su opinión, la decisión no era sobre la necesidad o no de un incremento adicional de la TPM, sino que sobre el momento apropiado para ello, y la coherencia con la comunicación que el Banco había tenido con el mercado en los últimos meses. Se podría justificar subir la TPM en esta oportunidad por cuanto aunque el escenario base del IPoM de septiembre se había cumplido en lo grueso, los riesgos al alza en la inflación en el corto plazo seguían

plenamente vigentes. Sin embargo, en esta ocasión, privilegiaba mantener una comunicación que manifestara una necesidad de aumentar gradualmente la TPM en el escenario base. De hecho, consideró que un aumento en esta ocasión podría ser interpretado como una señal de aumento de tasa más agresivo que lo deseable. Por lo anterior, se inclinaba por mantener la TPM en su nivel actual, manteniendo un sesgo al alza.

Un Consejero resaltó que subir la TPM por segundo mes consecutivo era coherente con una inflación más persistente y con las mayores presiones observadas en la inflación subyacente. También con la resiliencia del mercado laboral y un PIB resto que tenía algo más de dinamismo. Además, tal como se había planteado en numerosas oportunidades, el estímulo monetario en Chile era elevado, de los mayores, si no el mayor entre las economías emergentes, y era necesario retirar parte de ese estímulo gradualmente. Por último, los riesgos sobre la inflación también parecían estar sesgados al alza por la persistencia que mostraba, más eventuales *shocks* que pudieran afectar el tipo de cambio. Por otra parte, la opción de mantener se sustentaba mayoritariamente en sostener la política monetaria en la senda que había marcado el último IPoM, en un contexto de un escenario que, en términos gruesos, no había cambiado mucho. También, en el convencimiento que el retiro del impulso monetario sería gradual y que, con todo, el Consejo preveía que la política monetaria seguiría siendo expansiva por un tiempo prolongado. Asimismo, con que se esperaba que la brecha siguiera siendo negativa e incluso aumentara moderadamente en los próximos trimestres, lo que reducía la probabilidad de presiones inflacionarias por ese lado, más allá de que su acotada magnitud tampoco llevaba a pensar en posibles efectos desinflacionarios relevantes producto de dicha brecha. Por último, y lo más importante, en que se proyectaba un retorno gradual a la meta de 3% en el horizonte de política, visión que era compartida por el mercado. Por cierto, esto último asumía un retiro gradual del actual estímulo monetario. Aunque se acercaba el momento en que sería necesario dar un segundo paso en dicha reducción gradual del impulso monetario, parecía razonable, por los motivos expresados, no hacerlo en esta ocasión. Por todo ello, votaba por mantener la TPM en 3,25%, manteniendo el sesgo contractivo en el Comunicado.

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 3,25%.