

Reunión de Política Monetaria

MAYO 2015

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°222, celebrada el 14 de mayo 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, don Claudio Raddatz Kiefer; 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 Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Alfaro Arancibia; la Gerente de Estadísticas Macroeconómicas, doña Gloria Peña Tapia; 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; el Periodista don Jaime Troncoso Rojas; y la Secretario General, doña Marllys 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 Reunión de abril y el análisis realizado con ocasión de la preparación del Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio

daban cuenta de un escenario macroeconómico interno y externo que, en líneas generales, era muy similar al previsto en el IPoM de marzo.

En lo referente al escenario local, los principales elementos del IPoM de marzo eran los siguientes. En primer lugar, se preveía que la inflación fluctuaría en torno a 4% hasta el tercer trimestre del 2015. Su aumento en el último año y medio se relacionaba, en lo principal, con la depreciación del peso, y su alta persistencia se debía tanto a la indexación usual de la economía como a la mayor persistencia del *shock* cambiario. En segundo lugar, con vaivenes, el tipo de cambio real había realizado la mayor parte del ajuste y, por lo tanto, de darse el escenario base, no debería ser una fuente de inflación relevante en lo que seguía. En tercer lugar, la actividad se recuperaría gradualmente durante la segunda parte del año, atendido que la economía había realizado un importante ajuste, el escenario externo seguía entregando un impulso gradualmente creciente y se asumía que los niveles de confianza de los agentes mejorarían. Finalmente, se asumía que el mercado del trabajo no representaba en sí mismo una fuente adicional de inflación, y que la evolución de los salarios nominales era mayormente explicada por los niveles usuales de indexación.

En este contexto, la opción de política monetaria preferida por la División Estudios era también coherente con dicho IPoM. En esa ocasión, se había estimado que, dadas las condiciones cíclicas de la economía, para asegurar la convergencia de la inflación en el horizonte usual era necesario mantener el actual nivel de expansividad de la política monetaria hasta al menos el tercer trimestre de este año inclusive, para luego discutir la normalización del impulso monetario.

Respecto de opciones alternativas para la política monetaria, la División Estudios no consideró relevante la opción de expandir el impulso. Ello, por cuanto la inflación había estado por sobre el rango de tolerancia por cerca de un año y todavía se proyectaba que seguiría en torno a ese valor por algunos meses más; ello, en un contexto donde el nivel de expansividad de la política monetaria era alto y donde las condiciones para que la economía comenzara a crecer con mayor intensidad hacia fines de año seguían vigentes.

A favor de la relevancia de un aumento de la TPM como opción de política, se podía argumentar que una inflación alta por varios meses representaba siempre un riesgo para el anclaje de expectativas. Ello, en un contexto donde la inflación mensual había sorprendido al alza al mercado en tres de los últimos cuatro meses, existían legítimas dudas respecto del verdadero valor de la brecha de actividad y los salarios nominales continuaban creciendo a tasas altas.

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

No obstante estos argumentos, la División Estudios era de la opinión que en esta oportunidad había cuatro razones para no considerar esta opción como relevante. Por un lado, si bien desde un punto de vista del mercado las inflaciones habían sido mayores que las esperadas, la dinámica de la inflación había sido coherente con las estimaciones del Banco, especialmente en lo que se refería a la inflación SAE. Por otro lado, si bien el escenario base para esta Reunión era muy similar al del IPoM de marzo, las noticias en el margen daban cuenta de presiones inflacionarias algo menores: los datos de actividad sugerían una recuperación más lenta del dinamismo en lo que restaba del año y la apreciación reciente del tipo de cambio ayudaría a un proceso de convergencia algo más rápido que el estimado previamente. Se sumaba que, en las condiciones actuales, el riesgo de un desanclaje de expectativas parecía muy bajo. Por una parte, a pesar de que la inflación efectiva y esperada por el mercado para fines de año era alta, las expectativas de mediano plazo habían permanecido estables. Por otra, la trayectoria de TPM esperada por el mercado era, en lo esencial, muy similar a la considerada como más probable en el escenario base. Ello, en un contexto donde las expectativas de inflación y de actividad del mercado también eran similares a las del Banco. Finalmente, la opción de un alza se hacía menos relevante en un escenario donde no era descartable que el reciente aumento de tasas largas observado en muchas economías, y que parecía estar relacionado con una descompresión de premios por plazo, generara presiones alcistas en las tasas largas locales más allá de lo presupuestado en las estimaciones del Banco.

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

2. Decisión de política monetaria

En el plano externo, todos los Consejeros coincidieron en que el escenario no mostraba mayores cambios respecto de lo previsto. Un Consejero indicó que se vislumbran dos tendencias que, en conjunto, significaban un crecimiento más equilibrado en el mundo. Por una parte, en el mundo desarrollado aumentaban las proyecciones de crecimiento, mientras que en el emergente bajaban, lo que significa una reducción de la brecha entre ambos. Por otra parte, dentro de las economías desarrolladas se reducían las proyecciones para Estados Unidos y aumentaban las de la Eurozona, lo que también cerraba la brecha entre ellas. Un Consejero resaltó que las diferencias eran más bien de matices y posiblemente influidas por fenómenos puntuales, especialmente en Estados Unidos. Lo más relevante para Chile, agregó, eran las alzas de los precios del petróleo y del cobre, que, siendo acotadas, habían ido por encima de lo proyectado. También valía la pena mencionar los aumentos más recientes

de las tasas de interés de largo plazo en todos los mercados desarrollados. Un Consejero resaltó que, en su opinión, lo que resultaba más preocupante eran las muy pobres cifras de América Latina, cuyas perspectivas de crecimiento habían continuado corrigiéndose a la baja. Añadió que los últimos desarrollos de los mercados financieros mundiales apuntaban, en general, en la dirección de una normalización del escenario macrofinanciero global. De todos modos, concluyó, persistían riesgos que no podían ser soslayados, más allá de la moderación que sugerían las últimas noticias.

Un Consejero destacó que la fuerte caída de precios de las materias primas durante el primer trimestre había tendido a revertirse parcialmente, en coherencia con la tendencia depreciativa del dólar. A su juicio, ambos fenómenos eran bastante relevantes. Por un lado, era posible que la tendencia al alza de los precios de las materias primas fuese reflejo de que las dificultades de crecimiento en China se percibían como acotadas —visión que, en lo grueso, tendía a favorecer— y que la recuperación en Estados Unidos e incipientes mejores datos en Europa daban una cota a la caída de dichos precios. Esto, añadió, era algo distinto del ambiente que se esperaba hace dos o tres meses, con una caída más abrupta de estos precios en general. Destacó también su efecto directo sobre la inflación, en particular por el efecto al alza que podría generar el mayor precio del petróleo. Por otro lado, agregó, estaba la depreciación que había tenido el dólar, fenómeno que tenía varias aristas. A su juicio, la Reserva Federal —y los mercados financieros, en general— visualizaban que un dólar muy fuerte podía dificultar la recuperación en Estados Unidos, y que la fuerte expansión monetaria en Europa —que creía se mantendría por un buen tiempo— dificultaría, en parte, el proceso de normalización monetaria en Estados Unidos. Esto podía llevar a que la normalización de tasas en Estados Unidos fuera más lenta de lo anticipado y que, por lo tanto, la fortaleza que se había anticipado para el dólar fuese menor. Esto, por cierto, tenía implicancias macroeconómicas y de estabilidad financiera en Estados Unidos, pero lo importante por ahora era su posible impacto en los precios de las materias primas —lo que era un tema abierto y no fácil de evaluar— y en los precios de los activos en general, principalmente en la trayectoria de las tasas de largo plazo y de las monedas.

En el plano interno, todos los Consejeros concordaron en que las cifras del primer trimestre confirmaban una recuperación moderada del crecimiento, aunque los datos en el margen indicaban una ralentización de su dinamismo. Al mismo tiempo, indicaron que la inflación seguía una senda similar a la prevista en el IPoM de marzo. En opinión de un Consejero, el hecho que las cifras de actividad y empleo fuesen marginalmente mejores que lo proyectado —aun cuando los indicadores de expectativas no mostraban mejoras— reducía la probabilidad de escenarios de riesgos adversos. Un Consejero destacó que,

luego de alcanzar su punto más bajo de crecimiento en el tercer trimestre del año pasado, el crecimiento de la economía había aumentado moderada y gradualmente. A su juicio, el país había hecho los ajustes necesarios tanto en precios relativos como en cuenta corriente, en un escenario externo que no se percibía como negativo. Esto ilustraba lo clave que era recomponer las expectativas para acelerar más la actividad y el gasto. Un Consejero destacó que la información coyuntural indicaba una ralentización del crecimiento, sugiriendo que en el segundo trimestre podría no darse una aceleración adicional de la actividad y del gasto. A su juicio, era necesario revisar esto con cuidado por sus efectos sobre el crecimiento esperado para el año en su conjunto. En su opinión, en el último tiempo se había enfatizado la importancia de una mejora de las expectativas de empresas y hogares para afianzar un escenario de mayor crecimiento y, si bien no era posible determinar con exactitud qué y cómo se determinaban estas expectativas, era necesario evaluar cómo el tono del debate público, incluido los ajustes ministeriales, podían estar modificándolas.

Un Consejero resaltó que el IPC de abril fue superior a lo esperado por el mercado, lo que constituyó una mala noticia. El IPC subyacente —IPCSAE—, no obstante, estuvo en línea con lo estimado, como se había repetido ya por varios meses. En la práctica, esto implicaba que las sorpresas de los últimos meses habían estado en la parte más volátil y precisamente difícil de predecir del IPC. Aun así, tanto el IPC como el IPCSAE seguían por arriba de 4% anual. Las expectativas de inflación a dos años plazo, por otro lado, continuaban ancladas al 3%. Agregó que el crecimiento anual de los salarios se mantenía elevado, constituyendo una fuente de preocupación para la inflación. El hecho que su aumento se explicara fundamentalmente por la indexación salarial no era garantía de que en un plazo razonable volviera a niveles más compatibles con la meta de inflación, menos en un ambiente donde las holguras en el mercado laboral eran bajas. Un Consejero indicó tener dudas sobre la relación entre la dinámica de los salarios y el grado de indexación. Agregó que, en el contexto actual, los grados de indexación implícitos podrían ser claves, primero, para determinar la velocidad de convergencia de la inflación a la meta; y, segundo, para evaluar los verdaderos grados de holgura con que contaba la economía.

Varios Consejeros destacaron la apreciación nominal y real que había tenido el peso desde la Reunión anterior. Coincidieron en que, dada la relevancia de la depreciación para explicar la mayor inflación, era importante entender las causas del fenómeno actual y saber si sería persistente, pues ello podría implicar una reversión más rápida de la inflación hacia 3%. Algunos Consejeros indicaron que el movimiento del peso coincidía con cambios de índole financiero que apuntaban en direcciones opuestas. El empinamiento de la curva de rendimiento en el mundo desarrollado y el mayor incremento relativo del precio del petróleo

frente al del cobre sugerirían más bien presiones a la depreciación que a la apreciación del peso. En cambio, las mejores perspectivas para la Eurozona y una moderación del crecimiento en Estados Unidos —que postergaba el inicio del alza de la tasa— podían haber reducido primas cambiarias asociadas a riesgos de un ajuste abrupto en las condiciones financieras internacionales, tendiendo a apreciar las monedas emergentes. Por otro lado, añadieron, un tipo de cambio real más bajo sugería que las condiciones macro estaban dadas para un repunte de la demanda interna, precisamente porque el ajuste de la cuenta corriente había sido bastante intenso.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que la única opción plausible era mantener la TPM en 3%. Un Consejero indicó que la economía continuaba en una senda de expansión moderada y la inflación seguía encaminada, en lo grueso, en un escenario similar al del IPoM de marzo. A su juicio, ello permitía mantener un diagnóstico de política monetaria similar al de dicho IPoM y, por lo tanto, la única opción relevante en esta ocasión era mantener la TPM en 3%. Agregó que el efecto de los cambios en el escenario interno y externo —principalmente la ralentización de la actividad, el no repunte de las expectativas y la apreciación nominal y real del peso— sobre las perspectivas de inflación y, por tanto, de la política monetaria, no eran evidentes. Sin embargo, en su conjunto, el mercado había tendido a considerar que el proceso de normalización de la TPM estaría tomando lugar más bien hacia el 2016, lo que tampoco era tan distinto de lo considerado por el Banco. Por ello, concluyó, creía extemporáneo tomar en cuenta opciones distintas de la de mantención de la TPM, más aún si no había antecedentes de que la trayectoria inflacionaria estuviera siguiendo una senda distinta de la prevista.

Un Consejero mencionó que después de un período de expansión extraordinario de la demanda interna, impulsada por el “boom minero” y sus multiplicadores sobre sectores como el de energía e inmobiliario, la economía se había ajustado bastante rápido y de manera eficiente, lo que se había reflejado en una depreciación real de la moneda y un aumento moderado y transitorio de la inflación. La economía se había desacelerado, lo que era esperable y deseable dado el elevado déficit en cuenta corriente en el período previo, pero no había caído en recesión y las tasas de desempleo continuaban en niveles relativamente bajos. En este cuadro, se estaría listo para reiniciar un crecimiento acorde con nuestro potencial apenas mejoraran las expectativas. A su juicio, en lo grueso, esta visión era correcta. Sin embargo, tenía algunas dudas respecto de si la economía chilena podía crecer a tasas de entre 4 y 4,5% de aquí a un año plazo sin generar desequilibrios externos o presiones inflacionarias en horizontes más largos. Estas dudas estaban relacionadas con la dificultad de medir adecuada y oportunamente el tamaño de la brecha y con las posibles holguras de

capacidad. Las dudas se alimentaban, entre otros aspectos, por el hecho que el traspaso de la depreciación cambiaria había sido algo mayor que lo previsto, que los salarios seguían creciendo a tasas elevadas y por la evolución del tipo de cambio real. Todo ello apuntaba a la necesidad de revisar cuidadosamente la visión del Banco sobre las holguras de capacidad, efectivas y esperadas, para evaluar correctamente la oportunidad y trayectoria de la normalización de los estímulos monetarios.

Un Consejero señaló que el mensaje central de política monetaria delineado hace algunos meses continuaba plenamente vigente y que, en esta oportunidad, no cabía más que favorecer una mantención de la TPM.

Un Consejero indicó que la opción que surgía nuevamente con claridad era la de mantener la TPM. Agregó que, en realidad, resultaba bastante difícil proveerle sustento a cualquier otra opción de política. Por lo mismo, lo recomendable, en estas circunstancias, era reafirmar la idea de estabilidad en un horizonte de corto plazo.

Un Consejero manifestó que el Banco Central había hecho su aporte a la reactivación con una política monetaria expansiva, en un ambiente de depreciación cambiaria y alza de la inflación. Esto, bajo el convencimiento de que el aumento de los precios era algo transitorio, que se seguiría revirtiendo en lo venidero. Sin embargo, la persistencia de la inflación sobre el rango meta no dejaba espacio para un mayor estímulo monetario. Tal como se consignó en el IPoM de marzo, en el escenario base hacia fines de año o principios del próximo se debería empezar a evaluar la conveniencia de una normalización monetaria. Evidentemente, si la inflación y sus proyecciones exhibían más persistencia que lo anticipado, este proceso podría adelantarse y lo inverso sucedería si dicha persistencia fuese menor. Añadió que la opción de bajar la TPM se podía desechar rápidamente por improcedente. La opción de subir, si bien tenía más mérito por los registros de inflación, no se condecía con la actual etapa del ciclo económico ni con la proyección de que la inflación seguiría gradualmente bajando hacia la meta. Por todo ello, la única opción posible era mantener la TPM en 3%.

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%.