

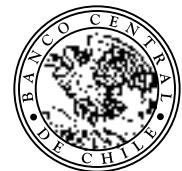
Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 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°225, celebrada el 13 de agosto 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 Subrogante, don Pablo Mattar Oyarzún; 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 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/}.

Los antecedentes presentados en esta Reunión, así como el análisis preparatorio para el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, daban cuenta de una dinámica inflacionaria significativamente mayor que la prevista solo un par de meses atrás. La proyección de inflación a diciembre de este año se elevaba bastante por sobre la estimación del IPoM de junio y, en el escenario más probable, la inflación sería superior al rango de tolerancia durante más tiempo que el previsto. La permanencia por sobre 4% por tantos meses había ocurrido solo una vez desde la implementación del marco de metas de inflación y no solo involucraba a la medida de inflación IPC, sino que también al IPCSAE, la medida de inflación subyacente.

Como se había señalado en meses anteriores, el elevado nivel de la inflación, su alta persistencia y las sucesivas correcciones al alza de los pronósticos internos representaban un riesgo relevante para la dinámica inflacionaria de mediano plazo, toda vez que implicaban un riesgo para las expectativas. En opinión de la División Estudios, la evolución reciente de la inflación y, especialmente de su proyección, habían elevado este riesgo. Esto era particularmente importante en un contexto donde parte del mercado consideraba que la actual situación de bajo crecimiento y alta inflación constituía una encrucijada para el Banco Central, que lo estaba forzando a elegir entre proveer sustento a la actividad o cumplir con su objetivo de control inflacionario.

Así, en este contexto de sucesivas alzas de las proyecciones de inflación, y a diferencia de lo planteado en ocasiones anteriores, la División Estudios consideró que la opción de aumentar la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base (pb), orientada a prevenir un posible desanclaje de las expectativas de inflación, era una opción relevante de discutir en esta Reunión. El desanclaje de expectativas es un problema severo al que evidentemente convendría anticiparse, ya que, de presentarse, la historia mostraba que debía ser combatido con medidas de mayor intensidad.

No obstante la relevancia de esta opción, la División Estudios era de la opinión de que los antecedentes presentados favorecían la opción de mantener el curso actual de la política monetaria. Esto se fundamentaba en lo siguiente: en primer lugar, y a pesar de las importantes y continuas correcciones a la proyección de inflación, no había evidencia que sugiriera que, de mantenerse las expectativas de inflación a mediano plazo bien ancladas, hubiera mayores presiones inflacionarias en el mediano plazo. De hecho, la mayor debilidad de la actividad local y externa, así como la corrección a la baja del precio de las materias primas, apuntaban a que esas presiones eran algo menores. Esto era coherente con que, nuevamente, las correcciones afectaban principalmente a las proyecciones de inflación a plazos menores que un año, y estaban relacionadas

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

con cambios en la visión respecto de la evolución esperada del tipo de cambio. Por lo demás, el importante ajuste cambiario era, precisamente, reflejo de que las condiciones cíclicas de la economía habían empeorado, por noticias tanto del frente externo como del interno. En este contexto, el importante impulso monetario que se había entregado desde hace ya un buen tiempo no debía ser entendido como una elección que favorecía el crecimiento por sobre el control de la inflación, sino como una medida necesaria para asegurar la convergencia de la inflación en el mediano plazo, en un contexto donde la actividad presentaba una debilidad importante. Asimismo, la mayor inflación de corto plazo era el costo transitorio de dicho ajuste, el que sin duda había sido más prolongado y más intenso que lo previsto, como lo atestiguan las sucesivas correcciones a la baja de las proyecciones de actividad.

En segundo lugar, mantener la TPM se sustentaba en que la gran mayoría del mercado compartía la visión del Banco respecto del ajuste macro en el que estaba inmersa la economía, lo que sin duda contribuía a contener el riesgo de un desanclaje. En particular, tanto de las encuestas realizadas por el Banco —la Encuesta de Expectativas Económicas y la de Operadores Financieros— como de los precios de los activos financieros se deducía que, si bien el mercado había corregido al alza de manera importante las proyecciones de inflación a plazos menores a un año, las expectativas para los años siguientes no exhibían cambios relevantes y permanecían en 3%.

La evolución de las expectativas y la forma en que el mercado fuera entendiendo el proceso inflacionario debía ser un foco central de preocupación en los meses venideros, ya que, si bien incipiente, algunas encuestas mostraban una dispersión mayor que hace algún tiempo en las proyecciones de inflación a dos años.

2. Decisión de política monetaria

En el plano externo, varios Consejeros destacaron que el panorama para las economías emergentes, incluido Chile, se había vuelto más complejo. Un Consejero indicó que las perspectivas de crecimiento global no habían cambiado significativamente y que las cifras seguían siendo auspiciosas para las economías desarrolladas, no así para las emergentes. A su juicio, las preocupaciones sobre China no cejaban y América Latina continuaba dando señales de debilidad. Los mercados financieros, continuó, permanecían a la expectativa del inicio del ajuste monetario en Estados Unidos. Ello reforzaba las tendencias del último tiempo: fortalecimiento del dólar, premios por riesgo más altos, y precios de las materias primas más bajos. Además, el riesgo de una mayor volatilidad había

aumentado. Concluyó que si bien la economía global se movía, en el agregado, en la dirección de una mayor normalidad, lo que era sin duda positivo, el panorama para las economías exportadoras de materias primas, incluido Chile, se había tornado bastante más sombrío.

Algunos Consejeros destacaron el efecto que estaban teniendo los cambios del escenario externo sobre el peso y sobre la inflación. Un Consejero llamó la atención sobre el hecho que la convergencia de la inflación a la meta se seguía postergando como consecuencia del deterioro del ambiente externo y su efecto en variables claves para el desempeño de la economía chilena. Dicho deterioro, añadió, había afectado a la actividad económica, que crecía menos que lo esperado, en parte por una expansión de las exportaciones más débil que la anticipada, tanto en volumen como en valor. El impacto de este panorama externo más negativo, continuó, se había sentido con mayor fuerza en el mercado del cobre, cuyo precio había sufrido una caída continua desde mediados de mayo, que ya acumulaba más de 20%. Ello, junto con el fortalecimiento del dólar a nivel global, se había traducido en una depreciación nominal del peso en este mismo período cercana a 14%. Estos eventos —la caída del precio del cobre y la depreciación—, concluyó, no estaban considerados en el escenario base del IPoM de junio y habían afectado significativamente a la inflación y sus proyecciones para los próximos trimestres.

Un Consejero resaltó que las autoridades de la Reserva Federal habían dejado claro que la normalización de tasas en Estados Unidos debía comenzar a partir de fines de año y que los mercados visualizaban ese proceso como gradual. Aun así, agregó, la presión a la apreciación multilateral del dólar estaba siendo relevante. A esto se sumaban las noticias de China y del grado de desaceleración que estaba experimentando esa economía, que, por cierto, se habían visto refrendadas con las modificaciones a la política cambiaria en ese país. Añadió que, a su juicio, la depreciación del yuan era positiva para el ajuste macro en China, toda vez que la desaceleración e importantes salidas de capitales estaban dificultando los esfuerzos por mantener la paridad estable, presionando el mercado monetario y las reservas internacionales. Sin embargo, prosiguió, creía que no era neutral desde un punto de vista financiero, y se abrían varios canales. Los más importantes eran una presión a la apreciación multilateral mayor del dólar; y que el desarme de posiciones de *carry* que habían existido en China por varios años podía contribuir decididamente a la volatilidad de las materias primas en los próximos meses o trimestres. Agregó que la trayectoria de las monedas emergentes había dado cuenta de estos fenómenos y, por cierto, que Chile no había estado excluido. La depreciación del peso había sido intensa, y un tipo de cambio real (TCR) más depreciado era un mecanismo importante y

saludable de ajuste en las circunstancias actuales. Añadió que, evidentemente, el costo en términos de inflación había sido alto y que las cifras conocidas en el último mes y, en general, en el último trimestre, sugerían que esta persistiría por sobre 4% por varios trimestres y que la convergencia hacia 3% sería lenta. Concluyó indicando que el hecho que la depreciación del peso estuviera de acuerdo con sus fundamentos y las condiciones cíclicas justificaba no manifestar una preocupación explícita por su trayectoria, pero eso no implicaba negar su impacto relevante sobre la inflación.

En cuanto a la actividad interna, varios Consejeros resaltaron que los datos más recientes reflejaban algún progreso, después de un desempeño decepcionante en los meses previos, pero seguían dando muestras de no retomar un dinamismo muy significativo. Un Consejero agregó que la evolución del comercio exterior en julio, las expectativas empresariales recogidas en los índices especializados, en el Informe de Percepciones de Negocios y en las cifras más recientes del Catastro de Inversión de la CBC mostraban claras señales de debilidad. A ello se agregaba un nuevo deterioro de los índices de confianza de los consumidores. Añadió este Consejero que le llamaba la atención que todo lo anterior se diera en un contexto en que las cifras del mercado del trabajo seguían siendo positivas, tanto en lo referente a la creación de empleos como a la evolución de los salarios. Por otro lado, el costo del financiamiento seguía en niveles extremadamente bajos, resultado en parte de la propia política monetaria, así como de condiciones externas de financiamiento muy favorables.

Un Consejero destacó la alta prioridad que asignaba al desafío de revertir el bajo nivel de los indicadores de confianza de hogares y empresas. Agregó que el crédito bancario seguía mostrando una lenta evolución, respondiendo en buena medida a factores de demanda, pero no podía descartarse que también se estuvieran sumando factores de oferta, algo a monitorear. También apuntó a que, si bien la devaluación del peso había sido notoria, hasta ahora las exportaciones habían reaccionado con relativa lentitud. Aunque se podían encontrar explicaciones, era un tema que requería atención.

Respecto de la inflación, todos los Consejeros coincidieron en su preocupación por las cifras recientes y la consolidación de un panorama de mayor inflación en lo venidero. Un Consejero indicó que el aumento de la inflación anual, hasta 4,6% en julio, era una mala noticia para el Banco Central. La principal explicación de este incremento seguía siendo el alza del tipo de cambio, el que además se había depreciado con fuerza en lo más reciente. Sin embargo, el aumento de la inflación más allá de lo esperado generaba un riesgo inmediato de propagación vía salarios, que podía incrementar aún más la persistencia de la propia inflación. Agregó que la inflación llevaba cerca de un año y medio

en o sobre el rango de tolerancia del Banco Central. Más aun, las proyecciones apuntaban a que esto se mantendría por varios meses más. A su juicio, el Banco no podía ser indiferente a ello. Si bien las explicaciones eran claras, la elevada persistencia generaba un riesgo sobre las expectativas. Aunque este riesgo no se había materializado, no debía minimizarse y tampoco creía prudente esperar a que se produjera para eventualmente actuar. Si ese fuera el caso, sería demasiado tarde y, por lo mismo, la acción tendría que ser muy drástica, lo que constituiría una acción de política subóptima. A su juicio, la experiencia del 2007 y 2008 enseñaba que ser demasiado optimistas en esta materia era riesgoso. En su opinión, después de un año y medio, y con perspectivas de que la inflación podría completar dos años sobre el rango meta, era inevitable hablar sobre credibilidad. Con todo, continuó, con la información disponible parecía que dicho riesgo era acotado, pero no nulo. La debilidad de la actividad y la demanda, y una inflación externa que seguía particularmente baja ayudaban a esto. Así, tanto las estimaciones internas como las de mercado apuntaban a que la inflación debería converger a 3% en el horizonte de proyección. Sin embargo, también era cierto que dicha convergencia se había postergado constantemente y que la persistencia inflacionaria había mostrado ser bastante mayor que la esperada.

Un Consejero señaló que lo más preocupante del escenario macroeconómico era que las nuevas proyecciones de inflación volvían a postergar la convergencia a la meta, ampliando el período en que esta permanecía por encima del rango de tolerancia. Si bien había buenos fundamentos para proyectar que dicha convergencia se daría en el horizonte de política, no era menos cierto que los riesgos de nuevos *shocks* externos adversos que pudieran postergarla parecían estar aumentando.

Un Consejero resaltó que las circunstancias actuales daban cuenta de una situación que se podría denominar algo compleja para el manejo de la política monetaria. La desaceleración del crecimiento había venido acompañada de un aumento de la inflación fruto de la depreciación del peso. El Banco había sido claro en que la combinación de tasas bajas, condiciones financieras holgadas y tipo de cambio depreciado era parte fundamental del mecanismo de ajuste de la economía chilena. El mercado así también lo había considerado, y la justificación que se había dado para una convergencia de la inflación hacia 3% en dos años —y que seguía siendo válida— también era compartida por el mercado. Las cifras de los últimos meses, la dinámica interna y las perspectivas externas sugerían que la recuperación sería más lenta que lo anticipado hace unos meses y, además, se había producido una corrección relevante al alza de la inflación y una demora en su convergencia.

Un Consejero mencionó que era evidente la preocupación general del Consejo por el hecho que la inflación estuviese por encima de 4% por un tiempo tan prolongado. Por ello, se debía evaluar cuidadosamente el conjunto de indicadores disponibles que dieran luces respecto de cómo estaban evolucionando las expectativas de mediano plazo y la credibilidad en que la inflación volvería a 3%. De los antecedentes disponibles, la División Estudios concluía que dicho riesgo era acotado, conclusión que tendía a compartir. Además, agregó que se debía considerar la dificultad de evaluar y cuantificar un posible desanclaje de las expectativas. A su juicio, a diferencia de principios del 2008 y principios del 2011 —cuando se generaron, o incluso materializaron, riesgos bastante mayores de desanclaje de expectativas—, la actual coyuntura ofrecía un escenario muy distinto: las holguras de capacidad iban al alza, el precio de las materias primas a la baja, y el tipo de cambio se había depreciado. Además, la brecha de capacidad estaba generando presiones desinflationarias, las que, en el escenario más probable, iban a aumentar en trimestres venideros.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros compartieron la recomendación de la División Estudios de mantener la TPM en 3%. Un Consejero indicó que, si bien acogía esa recomendación, no compartía considerar la opción de subir la TPM en 25pb. Por un lado, argumentó que, dado que las expectativas privadas contemplaban hasta ese minuto como muy distante un cambio en la TPM, incluir esta segunda opción podía dar a entender que el Banco estaba preparando el terreno para subir la TPM como escenario base en el corto plazo. Esto, a su juicio, sería un diagnóstico prematuro o incluso errado, dado que la coherencia de la estrategia de política monetaria con las expectativas privadas era un asunto que se evaluaría durante la elaboración del IPoM. Por otro lado, era cuestionable que se considerara la opción de aumentar la TPM a partir de un potencial desanclaje de expectativas. Ello, puesto que a pesar de la intranquilidad evidente y pública del Banco por el nivel que había alcanzado la inflación, no se había manifestado intranquilidad alguna respecto de la depreciación del peso, a pesar del amplio consenso respecto de que justamente esto último estaba detrás de la mayor inflación. Por ello, el plantear una opción de subir la TPM sobre la base de los riesgos de credibilidad mencionados debía tener como correlato una manifestación de incomodidad o intranquilidad respecto del nivel al que había llegado el tipo de cambio nominal, intranquilidad que este Consejero estaba abierto a contemplar. En otras palabras, dado que la mayor inflación había sido un fenómeno cambiario, la posibilidad de un desanclaje de expectativas posiblemente tendría que vincularse a una depreciación del peso de una magnitud tal, que llevase a un aumento de la inflación que, a su vez, cuestionara el compromiso del Banco Central con su meta. Escenarios de ese tipo eran posibles, pero requerirían de un cuidadoso análisis de sus implicancias de política para mitigar su ocurrencia.

Un Consejero indicó que concordaba con la recomendación de considerar un alza de la TPM como una opción relevante. En su opinión, en un entorno de expectativas en general deterioradas era especialmente importante mantener la credibilidad del Banco Central con su compromiso con la meta de inflación. En este plano, creía que era necesario anticiparse a los hechos, porque revertir una percepción adversa sería mucho más costoso, tanto en lo que respecta a la propia inflación como a la actividad y el empleo. Sin embargo, a su juicio, en estos momentos, una acción en esa dirección sorprendería al mercado y sembraría confusión, por lo que podría ser contraproducente, más allá de que las expectativas todavía estaban ancladas.

Un Consejero señaló que el principal riesgo al que hoy se enfrentaba el Banco era que en los próximos trimestres la dinámica inflacionaria llevara a registros de inflación más altos de manera relativamente persistente. De darse esto, la capacidad de la política monetaria de mantenerse en una posición expansiva por un buen tiempo podía restringirse. Por lo anterior, creía que ambas opciones eran válidas. En un ambiente de aumento relevante de los registros de inflación, de perspectivas de que esta se mantendría alta por varios trimestres, y con condiciones financieras expansivas, la opción de subir la TPM no debía ser descartada de plano. No considerarla no se condecía con las perspectivas inflacionarias que se enfrentaban, y podía ser interpretada como la negación de un riesgo relevante. De todos modos, concluyó, creía que la opción podía ser rápidamente descartada, porque los argumentos que justificaban la convergencia de la inflación a 3% seguían siendo válidos.

Un Consejero destacó que las noticias acumuladas en el último mes conducían a reafirmar la orientación de la política monetaria en curso, pero existían fenómenos que ameritaban atención, entre ellos que en el frente interno se reafirmaba la visión de una trayectoria para la actividad por debajo de lo previsto y para la inflación de corto plazo por arriba de ello. A su juicio, el que volvieran a coexistir dos opciones para la TPM era, fundamentalmente, un retorno a las prácticas habituales. Con todo, los antecedentes revisados le hacían descartar rápidamente la opción de subir e inclinarse por la de mantener.

Un Consejero indicó que la política monetaria había sido altamente expansiva por ya un largo período de tiempo, a pesar de registros inflacionarios por sobre la meta. Ello, continuó, había sucedido bajo la premisa de que se trataba de un fenómeno transitorio y que la inflación volvería a la meta en un futuro cercano. Sin embargo, tener la inflación sobre 4% por tanto tiempo no era irrelevante y en sí representaba un riesgo para la credibilidad. Por ello, la opción de subir la TPM le parecía una opción razonable, cuya discusión debía hacerse en la actual situación. En su opinión, no considerarla podía ser interpretado como una

negación voluntariosa de un riesgo evidente y, como tal, constituiría un error. Con todo, la situación cíclica de la economía y, lo más importante, el que las proyecciones seguían apuntando a que la inflación volvería a 3% en el horizonte de política, le permitían descartar, por ahora, la opción de aumentar la TPM.

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%.