

Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2016

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°231, celebrada el 11 de febrero de 2016.

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 Ministro de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

Asisten también el Gerente General subrogante, 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 División Estadísticas subrogante, don Francisco Ruiz Aburto; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Miguel Fuentes Díaz; el Gerente de Modelación y Análisis Económico, don Elías Albagli Iruretagoyena; el Gerente de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; el Jefe del Departamento de Análisis Internacional, don Diego Gianelli Gómez; 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/}.

Las principales noticias eran del ámbito externo. Los mercados financieros habían continuado mostrando un grado significativo de volatilidad, en un contexto donde se percibían mayores riesgos para el panorama económico global. En este contexto, salvo algunas excepciones, los activos de mayor riesgo habían perdido valor, los precios de las materias primas seguían bajos, distintas medidas de volatilidad habían aumentado hacia sus máximos de los últimos cuatro años y las tasas de interés de largo plazo en países desarrollados se habían reducido.

^{1/} <http://www.bcentral.cl>

Las dificultades de la economía china —y las dudas respecto de cómo sus autoridades las enfrentarían— seguían destacando dentro de las preocupaciones del mercado. Además, y en parte derivado de esto, tomaba mayor fuerza la idea de que la economía mundial no sería capaz de sostener su actual ritmo de expansión, con la consiguiente corrección a la baja de las proyecciones de crecimiento global. Ello, a pesar de que los últimos datos conocidos de las principales economías no mostraban un cambio significativo respecto de las tendencias previstas.

De este modo, aunque era posible que hubiera algo de sobre-reacción en los mercados, era evidente que el panorama económico externo se había deteriorado, especialmente para aquellas economías emergentes más dependientes de las materias primas y/o que todavía requerían hacer ajustes adicionales en sus economías, como era el caso de varios países de la región. Todo apuntaba a que los precios de las materias primas permanecerían bajos por más tiempo, a la vez que las condiciones financieras externas continuarían estrechas. Ello, pues era probable que varios de los elementos detrás de la mayor incertidumbre no se disiparían en el corto plazo.

Las peores perspectivas para la actividad y el menor precio del petróleo habían reavivado el temor a inflaciones bajas en las economías desarrolladas. Los bancos centrales habían reaccionado, relajando su política monetaria, anunciando medidas futuras en esa línea, o relativizando en el margen la velocidad de normalización de su política monetaria. Aunque esto proveería soporte a sus economías, a diferencia de otros ciclos de relajamiento monetario en países desarrollados, era probable que esta vez no hubiera un impacto mayor en las condiciones financieras de los países emergentes, pues ahora los problemas se originaban principalmente en estas economías.

Chile no había estado inmune a estas tendencias, aunque el efecto sobre los premios por riesgo y el tipo de cambio había sido, hasta ese momento, algo más acotado que en otras economías de la región, y más en línea con lo ocurrido en otros países exportadores de materias primas, como Australia, Canadá y Nueva Zelanda. Con todo, en la última Encuesta de Expectativas Económicas una parte relevante del mercado había corregido a la baja sus proyecciones de crecimiento para el 2016 y el 2017.

Tanto la concreción de este escenario de mayor debilidad de la actividad mundial como la persistencia de condiciones financieras externas más adversas afectarían significativamente la evolución de las variables económicas locales y, por lo tanto, podrían modificar el curso de la política monetaria. La revaluación del escenario externo y sus consecuencias en la economía local deberían ser considerados durante la elaboración del Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo.

En lo interno, los datos habían estado en línea con el escenario de corto plazo planteado en el IPoM de diciembre. Las cifras del cuarto trimestre daban cuenta de una economía que había crecido algo por debajo de lo esperado, pero con sorpresas acotadas principalmente al sector agrícola y minero. Al cierre del 2015, el mercado laboral se comportaba en línea con lo previsto, pero con mayores signos de debilidad en el margen. Los primeros datos de enero eran coherentes con una economía que crecía a un ritmo modesto, pero no había signos de una desaceleración mayor que la considerada.

Respecto de la inflación, se tendía a reafirmar que la primera parte del año se caracterizaría por inflaciones altas y el mercado se había movido hacia una visión similar. En enero, la inflación había estado por sobre lo esperado por el mercado. Así, la tensión entre altas inflaciones en el corto plazo y presiones a la baja en el mediano —asociadas al bajo ritmo de crecimiento— seguían siendo el problema central. El tema era cómo proveer el impulso monetario adecuado a una economía que crecía bajo su potencial, pero cautelando la convergencia de la inflación. Fallar en esto último —la convergencia de la inflación— requeriría acciones de política más agresivas en el futuro, lo que, sin duda, afectaría el dinamismo de la economía.

En este contexto, la División Estudios presentó como opciones relevantes para la Reunión: (i) subir la TPM en 25 puntos base, a 3,75%; o (ii) mantenerla en 3,5%. Al igual que el mes pasado, la opción de aumentar la TPM se justificaba en que en un ambiente de inflación alta y persistente, donde el mercado laboral, a pesar de ciertos ajustes, continuaba mostrando un grado de resiliencia importante y donde la política monetaria era claramente expansiva, la convergencia de la inflación podría tardar algo más de lo estimado. Un alza de la TPM ahora disminuiría la probabilidad de movimientos más abruptos en el futuro. No obstante, un retiro más rápido del estímulo monetario tenía riesgos. Particularmente relevantes eran los posibles efectos negativos sobre el dinamismo de la economía en un escenario de deterioro de las condiciones externas. Que la inflación esperada a dos años siguiera bien anclada en 3%, a pesar de registros efectivos elevados y de expectativas volátiles a un año, atenuaba el riesgo de que la inflación en el mediano plazo fuera mayor que lo previsto, especialmente si se materializaban los riesgos a la baja en el escenario de actividad.

La opción de mantener la TPM era, por su parte, coherente con el escenario del IPoM, el que, al menos en lo referente a las proyecciones de corto plazo, se había ido materializando. Además, adelantar recortes del estímulo monetario era poco atractivo en un contexto donde los riesgos a la baja en actividad resaltados en el IPoM de diciembre se habían intensificado, y donde hacerlo sería una sorpresa para el mercado. También, como se había destacado el mes anterior, en un contexto

de mayor incertidumbre, recabar información respecto de los efectos de corto y mediano plazo de los distintos eventos discutidos tenía un valor alto, pues las consecuencias de su materialización para la evolución de la inflación no eran obvias. Por último, la baja del precio internacional del petróleo ayudaría a que la convergencia de la inflación se produjera en línea con lo previsto. En este contexto, la opción de mantener era, a juicio de la División Estudios, claramente preferible.

2. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros destacaron los acontecimientos del panorama externo, especialmente la baja de los precios de los activos y de las expectativas de crecimiento global, el aumento de la aversión al riesgo y la volatilidad de los mercados financieros. Algunos Consejeros resaltaron que este escenario se daba en un contexto en que las autoridades de varias economías desarrolladas habían dado señales claras de políticas monetarias más expansivas.

Un Consejero señaló que a la incertidumbre sobre la forma en que China resolvería algunos de los dilemas que se abrían en su proceso de rebalanceo económico y la debilidad de otras economías emergentes, se agregaba una creciente preocupación respecto de la sostenibilidad del crecimiento en Estados Unidos, la velocidad de recuperación de la inflación en Europa y Japón, y el impacto de la caída del precio del petróleo sobre las empresas del sector y sus acreedores financieros. Detrás de estos elementos se encontraba una recuperación caracterizada por velocidades dispares de crecimiento en los grandes bloques económicos, así como entre el sector de servicios y la industria manufacturera, que en los últimos meses había retrocedido en algunas de las mayores economías industrializadas.

Un Consejero comentó que en China se agregaban tensiones evidentes entre las acciones de política monetaria y cambiaria, sembrando dudas sobre el éxito en enfrentar los desafíos que planteaba la transición económica de ese país. En Europa, preocupaba la debilidad de algunas entidades financieras —que se arrastraba desde el 2009— y que se hacía más evidente ante el ajuste a la baja de las expectativas de crecimiento, riesgos de deflación y un eventual deterioro de las carteras de colocaciones, especialmente las ligadas a empresas y gobiernos dependientes de los precios de las materias primas. América Latina, prosiguió, se veía en una posición complicada, especialmente cuando varios de sus países enfrentaban la necesidad de ajustes para cubrir necesidades de financiamiento, ya sea fiscal o de divisas.

Algunos Consejeros señalaron que era complejo dilucidar un fenómeno único detrás de la significativa revisión del entorno externo. Un Consejero opinó que quizás más que un fenómeno específico que afectaba a un mercado en particular, con consecuencias en otros mercados, era posible que se estuviera en presencia de una revaluación del entorno externo en su conjunto, pues seguía siendo bastante difícil proyectar cuál sería la fuente sostenida de crecimiento global. Agregó que era indudable que se debía seguir evaluando estos desarrollos con detención para deducir las implicancias de crecimiento, inflación y política monetaria para Chile.

Un Consejero indicó que, hasta el momento, los datos de actividad y empleo globales no reflejaban la mayor incertidumbre de los mercados financieros, como sí lo hacían las proyecciones de crecimiento. A su juicio, el riesgo era que esto fuera un anticipo de peores cifras o que se transmitiera al sector real de la economía. Con todo, no se podía descartar que los mercados se calmaran y se volviera a una situación de menor volatilidad. Las próximas semanas serían importantes al respecto, aunque, a estas alturas, no cabía duda que había un deterioro en el escenario externo para Chile.

En opinión de varios Consejeros, el caso de Chile llamaba la atención, porque la depreciación había sido más moderada y las tasas de interés de largo plazo se habían mantenido bajas. Según un Consejero, ello daba cuenta posiblemente de una mejor posición fiscal y de una menor dependencia del ahorro externo. Un Consejero manifestó que, respecto del IPoM, las perspectivas de crecimiento mundial se habían deteriorado, el impulso externo para el mundo emergente era menor, y las condiciones financieras eran y seguirían siendo más restrictivas por un buen tiempo.

En el plano local, según varios Consejeros, los lineamientos generales del escenario base del IPoM se mantenían. Algunos Consejeros destacaron que si bien aún era temprano para evaluar el efecto de la mayor restrictividad financiera en el mundo, era aparente que las condiciones financieras se habían vuelto algo más estrechas, lo que se apreciaba, por ejemplo, en el costo y en las condiciones de otorgamiento de créditos. Un Consejero planteó que si bien el crecimiento había sido algo menor que el anticipado en el IPoM, la mayor parte de la corrección se concentraba en minería y agricultura y no estaba asociada a la demanda interna.

Un Consejero comentó que el escenario más negativo para la actividad se derivaba de la situación externa y también de niveles deprimidos de demanda interna, influidos en parte por la persistencia del pesimismo de los consumidores y empresas y un deterioro gradual del mercado del trabajo. Tras la mantención de

bajas tasas agregadas de desempleo se observaba un aumento de la cesantía entre los hombres de 25 a 54 años de edad que no se había expresado en un aumento de la desocupación agregada debido a cambios importantes en la composición de la fuerza de trabajo, por la dinámica de otros grupos de la población. Asimismo, se observaba un aumento del empleo a jornada parcial y una desaceleración de las remuneraciones de los trabajadores asalariados. Todo esto era indicativo de un mercado del trabajo que se había ido ajustando a través de variables distintas del desempleo abierto. Esto no significaba que el ajuste en términos de masa de ingresos y capacidad de consumo no fuera significativo y que este no pudiera intensificarse en el futuro próximo.

Algunos Consejeros señalaron que el deterioro de la situación externa se traducía en perspectivas de crecimiento para el 2016 que se ubicaban en el tramo inferior del rango previsto en el IPoM de diciembre. Un Consejero consideró importante destacar que la minería afectaría negativamente el crecimiento en los próximos meses, mientras que los sectores distintos de recursos naturales seguirían creciendo a tasas similares a las actuales. Un Consejero resaltó la importante corrección de las perspectivas de crecimiento de mercado para el 2016 y el 2017, tema que sería central para efectos del IPoM de marzo, pues allí se entregarían proyecciones para el 2017 por primera vez.

En cuanto a la inflación, todos los Consejeros resaltaron que esta se había movido según lo anticipado en el IPoM de diciembre. Un Consejero consignó que las últimas cifras habían estado afectadas por ajustes de precios administrados, lo que había distraído la atención de dos elementos que eran indicativos de las tendencias subyacentes. Primero, la inflación del IPCSAE de servicios, excluidos los servicios financieros, se mantenía por debajo de su *peak* de septiembre pasado; y segundo, el IPCSAE de bienes, excluidos los cigarrillos y bebidas alcohólicas, había sido cercano a cero en el mes, lo que, a su juicio, involucraba una significativa reducción del impacto cambiario sobre la inflación. Se agregaba el efecto sobre los precios locales de la caída de los precios internacionales de los combustibles.

Otro Consejero señaló que tanto las presiones de costos derivadas de la depreciación del peso como la trayectoria de diversos indicadores del mercado laboral no daban espacio a un cambio significativo en las perspectivas de la inflación. Con todo, los salarios habían mostrado, si algo, una trayectoria de desaceleración algo más acentuada de lo previsto hace dos o tres meses. Sin embargo, todo parecía indicar que la inflación seguiría alta por varios meses antes de comenzar una caída gradual hacia el 3% entrado el 2017.

Un Consejero, junto con indicar que la inflación había sido algo superior a lo esperado por el mercado, resaltó que el costo de la mano de obra continuaba desacelerándose, lo que en algún momento debería incidir sobre la inflación de no transables. Asimismo, la baja del precio del petróleo ayudaría algo en materia de inflación. Por otro lado, no se podían descartar nuevas presiones sobre el tipo de cambio, con efectos sobre la inflación.

Un Consejero recordó que un grupo de analistas de mercado tenía una expectativa de menores tasas de inflación en estos meses, las que hasta el momento no se habían validado. Por el contrario, las proyecciones de mercado habían tendido a alinearse con las del IPoM.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que ambas opciones propuestas por la División Estudios eran válidas de discutir, pero que la mantención se imponía sobre la alternativa de subir la TPM. Un Consejero sustentó su voto de mantención en el movimiento de la economía hacia el escenario de riesgo negativo para el crecimiento incluido en el IPoM de diciembre, con su correspondiente impacto sobre la brecha de actividad; en los nuevos elementos de incertidumbre en la economía mundial, que justificaban una mayor prudencia en el ajuste monetario; y en la mantención de la trayectoria de convergencia gradual de la inflación hacia la meta. Asimismo, le pareció que una mantención permitiría dar un significado más evidente a lo que el Consejo entendía por ajuste “pausado” de la política monetaria y, además, acumular información para afinar el diagnóstico para decisiones futuras.

Un Consejero recordó que el escenario del IPoM de diciembre tenía implícita una normalización gradual del estímulo monetario vigente, pero más adelante en el año, junto con escenarios de riesgo que podían llevar a la mantención de la TPM por un tiempo más prolongado. En este contexto, mantener la TPM en su valor actual se imponía. Respecto del sesgo, se inclinaba por conservar el lenguaje del mes pasado a la espera de una revaluación más global del panorama de presiones inflacionarias de mediano plazo, asunto que sería abordado en el IPoM de marzo.

Un Consejero señaló que los mensajes del IPoM respecto de la trayectoria de política monetaria seguían válidos y que las opciones planteadas por la División Estudios eran coherentes con ellos. Concordaba con que lo más aconsejable era mantener la TPM en 3,5%. Mirando más allá de esta Reunión, indicó que le parecía especialmente relevante seguir con cuidado los eventos en la economía internacional y sus potenciales impactos en Chile, ya que ese era el frente donde se advierten mayores riesgos, y ello debería ser un foco principal del próximo IPoM.

Un Consejero destacó el *trade-off* dilema que enfrentaba la política monetaria. Por una parte, un menor impulso externo, que debería tener impacto sobre la actividad, demanda e inflación en el mediano plazo, pero, por otra, presiones derivadas de condiciones financieras con tasas de interés y tipo de cambio que, en el corto plazo, podrían poner presión a la trayectoria de la inflación, especialmente en un contexto donde se esperaba que esta se mantuviera alta en la primera mitad del año. Así, en línea con lo planteado por la División de Estudios, señaló que el dilema para la política monetaria era cómo proveer el impulso monetario adecuado a una economía que crecía bajo el potencial, pero, al mismo tiempo, cautelar y asegurar la convergencia de la inflación hacia 3% en el mediano plazo. En su opinión, la trayectoria de política monetaria seguida en los últimos seis meses había sido la adecuada en ese contexto, lo mismo que la comunicación del sesgo con un potencial ajuste gradual y pausado. Ello había sido bien recibido por el mercado en términos de asegurar una política monetaria que seguía siendo expansiva, pero que marcaba decididamente el compromiso del Banco con la meta de 3%. Así, manifestó su inclinación por mantener la TPM en 3,5%, dejando abiertos espacios para posibles ajustes hacia adelante si las condiciones así lo ameritaban.

Un Consejero consideró que la opción de subir era coherente con una inflación que seguía por sobre la meta y que, aunque era previsto, incluso se había acelerado. También, con una persistencia que seguía siendo mayor que lo esperado; con brechas que, aunque se expandían, eran modestas; y con riesgos en materia cambiaria. Aunque era evidente que con los actuales niveles de crecimiento las presiones inflacionarias deberían ceder a mediano plazo, la elasticidad de la inflación a la brecha era baja (al menos en el corto plazo) y una inflación que persistía por arriba del límite superior del rango de tolerancia podía retroalimentar las expectativas y la inflación futura. El riesgo de esta opción era que en un escenario con riesgos relevantes, la reducción del elevado impulso monetario fuera prematura y mayor que la necesaria para asegurar convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de proyección. En su opinión, la opción de mantener era coherente con el IPoM y con cambios menores en las proyecciones internas de inflación. Las expectativas de inflación se mantenían ancladas y los riesgos a la baja en materia de crecimiento iban en la dirección de reforzar ese anclaje. Los costos laborales, aunque seguían creciendo sobre su media histórica, se desaceleraban. Prosiguió señalando que el Banco Central había mantenido una política monetaria expansiva por largo tiempo, lo que era natural en este contexto, a pesar de que la inflación llevaba casi dos años en o por arriba del rango meta. El crecimiento bajo el potencial y las expectativas de inflación ancladas en la meta así lo ameritaban. Esta política monetaria expansiva había sido clave para

contener la desaceleración de la actividad y para dar resiliencia al mercado laboral. Las bajas tasas de interés eran una prueba clara de la expansividad monetaria. No obstante, tal como se había manifestado en ocasiones previas, para que la inflación convergiera a la meta había sido necesario ir en un camino de reducción gradual y moderada del impulso monetario. El mercado había entendido que la política monetaria se mantendría expansiva, pero que el Banco Central, por otra parte, estaba plenamente comprometido con su mandato de estabilidad de precios.

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 3,5%.