

Reunión de Política Monetaria

JULIO 2016

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°236, celebrada el 14 de julio 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 Culléll.

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 Subrogante, don Gabriel Aparici Cardozo; 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 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 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 datos de inflación y actividad conocidos desde la última Reunión habían estado, en términos generales, en línea con lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio. La actividad continuaba mostrando un bajo dinamismo y el mercado del trabajo se había ido ajustando según lo esperado.

Más allá de algunos datos puntuales, distintos indicadores señalaban que la inversión seguía débil, especialmente su componente de construcción. El mercado había vuelto a corregir a la baja su estimación de crecimiento para 2017, situándola cerca del piso del rango de proyección del último IPoM.

La inflación continuaba su proceso de convergencia hacia 3% a un ritmo similar al proyectado. Este proceso estaba asociado principalmente al comportamiento del tipo de cambio, que había disminuido desde la última Reunión. Así, la reducción de la inflación seguía relacionada mayormente al descenso de la de los ítems identificados como más sensibles a variaciones del tipo de cambio. Por el contrario, la inflación de la mayor parte de los ítems no transables de la canasta presentaba cambios menores, reflejo de los efectos de la indexación y de holguras de capacidad que se habían ido ampliando lentamente.

Las principales noticias venían del frente externo: en primer lugar, la decisión del Reino Unido de dejar la Unión Europea; y, en segundo, la importante alza de la creación de empleos en EE.UU. Ambos eventos habían sorprendido al mercado y, más importante para las proyecciones internas, habían generado movimientos de los precios de los activos en un sentido diferente del esperado. En el caso del Brexit, después de un importante aumento inicial de la volatilidad, el mercado parecía estimar que los efectos negativos en la actividad estarían circunscritos esencialmente al Reino Unido y, en menor medida, al resto de Europa, y que, con distinta intensidad, la respuesta de los bancos centrales en los países avanzados sería una ampliación del estímulo monetario. En este contexto, la búsqueda de retorno había elevado el precio de los activos de riesgo, incluyendo la bolsa y los instrumentos de renta fija de mayor duración. Las primas por riesgo en distintos mercados eran menores y las monedas de países emergentes se habían apreciado.

De perdurar este escenario, se configuraría una desviación relevante respecto del escenario del IPoM, que consideraba que las condiciones financieras para economías emergentes serían menos holgadas. El impacto de estos acontecimientos dependería críticamente de cuán persistentes fueran estos movimientos, los que, con la información disponible, parecían estar más asociados al incremento del apetito por riesgo y al alto grado de expansividad de la política monetaria global que a cambios muy sustanciales en los fundamentales de las economías emergentes. Por otra parte, los movimientos de los precios de los activos intensificaban algunas tensiones que, de resolverse inadecuadamente, podrían generar escenarios complejos para la inflación y la actividad. En particular, se acrecentaban las diferencias entre el ciclo económico en EE.UU. y las otras economías desarrolladas, lo que podría poner mayor presión al dólar y complicar el actuar de la Reserva Federal (Fed).

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

Los efectos sobre la proyección de inflación a mediano plazo y, por lo tanto, sobre el ritmo de normalización de la TPM no eran para nada evidentes y dependerían tanto de la persistencia de los efectos cambiarios como de su impacto en la actividad. Por una parte, la apreciación del peso hacía prever que la convergencia de la inflación sería más rápida y que, de persistir la tendencia apreciativa, la trayectoria futura de la inflación podría ubicarse por debajo de la estimación del IPoM de junio. Los efectos en la proyección de inflación de mediano plazo también dependerían de los efectos sobre el crecimiento. El escenario del IPoM proyectaba que este se recuperaría a niveles más cercanos a su potencial hacia fines de 2017. La persistencia de mejores condiciones financieras externas era un elemento que podría ayudar a dicha trayectoria.

La incertidumbre respecto de estos efectos era todavía alta, lo que de alguna manera se reflejaba en la respuesta dispar de las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria (TPM). La Encuesta de Expectativas Económicas seguía apostando por dos alzas de la TPM en dos años —más allá de haber retrasado la primera alza nuevamente—, pero la Encuesta de Operadores Financieros y los precios de los activos habían rebajado a uno o cancelado dichos aumentos.

Con todo, más allá de que la inflación seguía alta y de la incertidumbre respecto de los hechos antes mencionados, la División Estudios estimaba que las condiciones para la convergencia de la inflación continuaban mejorando. Las proyecciones de inflación de corto plazo se habían corregido a la baja, mientras que a dos años las expectativas de inflación seguían ancladas en 3%. En este contexto, reconociendo que todavía existían riesgos al escenario de convergencia para la inflación, la División Estudios consideró que mantener la TPM en 3,5% se imponía como la única opción relevante.

2. Decisión de política monetaria

Respecto del escenario externo, todos los Consejeros se refirieron al Brexit y a la postergación de la normalización de la política monetaria en EE.UU. Respecto de lo primero, destacaron que luego de la volatilidad inicial en los mercados globales había vuelto la calma, con apreciaciones de las monedas de las economías emergentes, un retorno de los flujos de capitales a estas economías y una recuperación de los precios de las materias primas.

En opinión de un Consejero, parecía configurarse un escenario con una activa respuesta de política monetaria al Brexit, lo que había permitido encapsular las percepciones de riesgo en el Reino Unido y la Comunidad Europea. Por su

parte, prosiguió, la Fed había dado señales de prudencia, las que el mercado había interpretado como una probable postergación de las alzas de la tasa de política monetaria previstas. Este escenario, sin embargo, continuaba expuesto a importantes riesgos. El Brexit involucraría una negociación que se extendería durante dos años o más, la que estaría presionada por el riesgo de salida de otros miembros de la Unión y la mayor vulnerabilidad de los bancos de la región. Asimismo, la Fed se enfrentaba al contraste de un mayor dinamismo interno con la persistencia de riesgos y presiones cambiarias derivadas de las políticas monetarias expansivas en otros bloques económicos. Todo ello implicaba que cambios en la estabilidad de los flujos de capitales hacia economías emergentes y la compresión de tasas de interés fueran una posible fuente de riesgo en el futuro.

En opinión de un Consejero, era notable que a pesar de la preocupación asociada al impacto del Brexit y el posible efecto de la robustez de las cifras de mercado laboral en EE.UU. sobre la estructura de tasas de interés, las condiciones globales no solo seguían estables, sino que eran incluso más expansivas. Por supuesto, había múltiples interpretaciones de por qué se estaba dando esto y que los países emergentes aparecieran como más atractivos que algún tiempo atrás. Por ejemplo, indicó, el sustento que le daba la política monetaria en países avanzados distintos de EE.UU. a condiciones monetarias laxas, el escenario bastante tibio de crecimiento mundial y las bajas cifras de crecimiento del comercio global.

Un Consejero destacó que uno de los riesgos evaluados se había materializado. El Brexit había producido una crisis política en el Reino Unido y habían surgido presiones para otros cambios mayores. Con todo, y después de una reacción inicial muy negativa de los mercados, particularmente respecto del precio de la libra y de las acciones británicas, en especial las bancarias, había retornado la calma y parte de las pérdidas se habían revertido. Paradojalmente, los flujos de capitales a países emergentes se habían intensificado, sus monedas se habían apreciado y los precios de activos habían aumentado. Otra noticia importante había sido el buen dato de empleo en EE.UU., que, unido a algún repunte marginal en medidas de inflación subyacente, había vuelto a poner las próximas decisiones de política monetaria de la Fed en el centro de la atención y, si algo, se había acentuado la diferencia entre los mercados y la visión que este organismo trasmitió tiempo atrás.

En opinión de un Consejero, aunque las implicancias del Brexit sobre Europa eran inciertas, el paso de las semanas no parecía justificar bajas en las perspectivas de crecimiento global. En este contexto, resultaba clave y complejo ponderar el rol que la anticipación de mayores estímulos monetarios en Europa y Japón y la postergación de alzas de tasas en EE.UU. pudiera estar teniendo sobre los precios de los activos y las monedas. La mantención de tasas muy bajas

en los principales mercados, sin una reducción del crecimiento global, había comenzado a dar respiro a varias economías emergentes. Por cierto, esto estaba apoyado en una perspectiva estable para China, lo que también había contribuido a dar soporte a los precios de las materias primas. La principal duda en este escenario se relacionaba con la perspectiva de mantención de tasas muy bajas en EE.UU., lo que no parecía coherente con la comunicación previa ni con la etapa del ciclo en que esta economía se encontraba. Esto debía ser monitoreado de cerca, porque el apetito por riesgo hacia emergentes descansaba, en parte, en este factor. Así, finalizó, la configuración del escenario externo daba ciertas señales de volverse más favorable para los países emergentes, tanto por la postergación de la normalización de condiciones financieras como por condiciones estables en los precios de las materias primas y las perspectivas de crecimiento en el resto del mundo.

Un Consejero resaltó la caída significativa de las tasas de interés de largo plazo junto con las perspectivas de políticas monetarias más laxas en las principales economías del mundo. Entre estas, lo más relevante era lo de EE.UU., por su importancia en la economía mundial y porque solo de ella se esperaba un retiro relativamente pronto del estímulo monetario, que el mercado había seguido postergando a pesar de la fortaleza de su mercado laboral. No debía extrañar, no obstante, que nuevos datos hicieran cambiar las expectativas de mercado hacia una normalización más rápida. También consideró que la situación de la banca italiana era un riesgo relevante. Los riesgos provenientes de China, por otra parte, habían amainado, pero seguían siendo importantes desde una perspectiva de mediano plazo. En América Latina, si bien la situación seguía siendo compleja, aparecían algunos indicadores promisorios en ciertos países luego de un par de años de débil desempeño.

En el plano interno, todos los Consejeros coincidieron en señalar que las cifras del mes de actividad e inflación se enmarcaban en el escenario del IPoM. En cuanto a la inflación, un Consejero indicó que la trayectoria de convergencia de la inflación prevista se reafirmaba por el desempeño de los subcomponentes del IPC, donde el IPCSAE de bienes había experimentado una significativa reducción, mientras que el IPCSAE de servicios continuaba su gradual desaceleración. Un Consejero afirmó que si bien la inflación había estado algo por sobre lo esperado, descontando los factores que introducen volatilidad en las cifras mensuales, estas se encuadraban bien en las perspectivas del IPoM, de una inflación que converge de manera gradual.

Varios Consejeros acotaron que los antecedentes podían llevar a que la inflación convergiera antes que lo anticipado en meses recientes, aunque ello dependería principalmente de los vaivenes cambiarios. Un Consejero consideró que si bien

había riesgos que podrían llevar a una nueva depreciación y a nuevos cambios en las proyecciones de inflación de corto plazo, las noticias en esta materia ya por varios meses, más una economía que seguía creciendo menos que su potencial —lo que señaló, tiene menos impacto en el corto plazo, pero más en el mediano— deberían producir la convergencia de la inflación más temprano que lo pensado hace un tiempo.

Respecto de la actividad, un Consejero indicó que el Imacec de mayo confirmaba un segundo trimestre de crecimiento más débil, pero positivo; el mercado del trabajo había continuado su ajuste gradual tanto a nivel de empleo como de remuneraciones; el crédito había crecido más lento en algunas áreas, pero los costos de financiamiento se mantenían estables. Con todo, señaló, la economía local revelaba debilidades adicionales ligadas a la demanda interna, tanto por el menor crecimiento de la masa salarial como por un relativo pesimismo de consumidores y empresas.

Un Consejero planteó que había dos elementos que habían empujado el crecimiento local durante los trimestres y años recientes: un mercado laboral resiliente que había apoyado el consumo privado y el impulso de la construcción. Ambos habían mostrado un debilitamiento significativo. En el mercado laboral se veía un menor empleo asalariado, que había tendido a disipar el puzle que se veía hace un tiempo. Junto con la desaceleración de los salarios nominales, ello había contribuido a que la masa salarial también se desacelerara. Las expectativas de hogares y empresas respecto del tono del mercado laboral seguían siendo bastante pesimistas. Asimismo, las ventas de viviendas, las condiciones crediticias, el menor crecimiento de las colocaciones hipotecarias, y las perspectivas de los catastros daban una clara visión de menor impulso por el lado de la construcción. En su opinión, en la actualidad no se veían elementos que contrapesaran estos fenómenos de manera nítida, por lo que cabía preguntarse si se tendrían decepciones adicionales por el lado de la expansión del gasto y del producto en los trimestres venideros.

Refiriéndose a la actividad interna, un Consejero manifestó que la economía crecería en el segundo trimestre menos que en el primero, pero en línea con las estimaciones del IPoM. La inversión exhibiría en dicho trimestre una recuperación producto de las mayores importaciones de bienes de capital, que tendrían algún elemento transitorio, por lo que solo cambiaba marginalmente la proyección para el año. Las expectativas seguían deterioradas y el mercado laboral evidenciaba en forma más nítida las fragilidades a las que se había hecho referencia ya en varios IPoM, aunque la tasa de desempleo no mostraba un aumento significativo. No obstante, se esperaba que dicha tasa siguiera aumentando en los meses venideros.

Respecto de la decisión de política, todos los Consejeros estuvieron de acuerdo con que la única opción relevante era mantener la TPM en 3,5%.

Un Consejero manifestó que la eventualidad de cambios significativos en el escenario internacional y en la capacidad de crecimiento de la economía chilena debía ser objeto de una evaluación rigurosa. Si esta evidencia indicaba un desvío de la trayectoria de la inflación, ello requeriría una adecuación de las decisiones de política, en una dirección u otra. El IPoM de septiembre ofrecería un marco y oportunidad propicios para la actualización del escenario de la política monetaria.

Un Consejero manifestó que, si bien compartía que mantener la TPM en su nivel actual era lo más recomendable, en su conjunto, los antecedentes hacían que la opción de reducirla tuviera más peso relativo que la opción de aumentarla. Estos antecedentes, por supuesto, debían calibrarse en la medida que se percibiera que las tendencias recientes se iban asentando y, eventualmente, llevaran a una trayectoria de la inflación proyectada menor que la incorporada en el escenario base del IPoM. Agregó que ese diagnóstico podía ser prematuro aún.

Un Consejero argumentó que dado que la inflación todavía se encontraba sobre el rango de tolerancia y que los progresos en convergencia se sustentaban en buena medida en una apreciación cambiaria que iba más allá de lo previsto, pero que se podía revertir con relativa facilidad, la única opción para esta Reunión era mantener la tasa.

En opinión de un Consejero, los registros de inflación subyacente combinaban dos factores: una inflación de servicios que disminuía gradualmente —sin dar mayores síntomas de un cambio muy significativo hacia la baja— y una inflación de bienes que mostraba los efectos de la estabilidad del tipo de cambio, más allá de los vaivenes de corto plazo. La apreciación del peso en los últimos meses podría contribuir a una convergencia algo más rápida hacia la meta, aunque, en su opinión, la volatilidad de las condiciones financieras externas sugería mirar este proceso con cierta cautela. Con todo, las condiciones externas apuntaban a que este escenario podría tomar mayor preponderancia. Por otra parte, en un contexto donde el tipo de cambio real mostraba una fortaleza relevante —incluso en comparación con su promedio histórico— y las condiciones financieras locales eran favorables, resultaba difícil no visualizar algo de mayor espacio para una recuperación de la economía en 2017 y 2018, salvo que las condiciones locales de oferta estuvieran tomando un rol mayor. Creía que este punto era esencial a la hora de determinar la trayectoria de política monetaria hacia adelante, especialmente en un contexto donde, por ahora, las perspectivas de crecimiento para este año y el próximo no daban señales de mejoría. Así, resultaba natural mantener la TPM en 3,5%.

Un Consejero opinó que subir la TPM no tenía sentido en el actual estado cíclico de la economía, especialmente si se consideraba que las proyecciones de inflación apuntaban a una convergencia pronta al rango meta. Bajarla estaba fuera de lo razonable en un escenario donde la inflación seguía elevada y había persistido en esa condición por ya más de dos años. Además, los riesgos en esta materia persistían aún. En los últimos años, la política monetaria había sido expansiva y se proyectaba que lo seguiría siendo en el futuro previsible. Asimismo, todo parecía indicar que se acercaba el momento en que el moderado sesgo alcista del comunicado podría cambiar. De persistir las actuales tendencias, era probable que correspondiera eliminar dicho sesgo en las próximas Reuniones. Hacerlo en esta oportunidad, no obstante, sería prematuro. Prosiguió señalando que el punto no era que la inflación estuviera levemente por sobre el rango meta, ya que lo clave es la proyección de esta variable, sino que, luego de más de dos años en esta situación, correspondía ser particularmente prudentes en esta materia, por cuanto los costos de equivocarse eran mayores.

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%.