

# Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2016

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°235, celebrada el 16 de junio 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, 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; 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 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 Marly 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<sup>1/</sup>.

Los datos conocidos desde el cierre estadístico del Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio habían estado, en términos generales, en línea con las proyecciones contenidas en dicho Informe. El bajo crecimiento del Imacec de abril era coherente con la visión de que el mayor dinamismo del primer trimestre del año tenía importantes componentes transitorios y que, por el contrario, en los restantes trimestres la economía se expandiría a un ritmo menor que el previsto en marzo e inferior a su potencial. Como se había anticipado, los datos mostraban que los sectores más vinculados a la inversión presentaban especial debilidad y que el mercado laboral seguía ajustándose.

La inflación continuaba su proceso de convergencia hacia 3% a un ritmo similar al proyectado. Este proceso estaba, principalmente, asociado a la relativa estabilidad del tipo de cambio, el que, con vaivenes, permanecía en niveles similares a los de agosto del año pasado. En efecto, la reducción de la inflación había estado mayormente relacionada con el descenso de la inflación de los ítems más sensibles a variaciones del tipo de cambio, en gran parte bienes importados. Por el contrario, la mayoría de los ítems no transables de la canasta presentaba cambios menores en la variación de su nivel de precios, reflejo de los efectos de la indexación y de holguras de capacidad que aún se encontraban relativamente acotadas.

Respecto del impulso externo que recibiría la economía, las noticias no sugerían mayores variaciones al diagnóstico del IPoM. Los principales riesgos también seguían vigentes. China había logrado mantener un crecimiento en línea con los objetivos de su gobierno; sin embargo, había sido sobre la base de políticas de estímulo cuya sostenibilidad no era evidente. En EE.UU., si bien la Reserva Federal (Fed) había comunicado su inclinación por proceder con mayor gradualidad, las diferencias con la trayectoria para la tasa *Fed funds* esperada por el mercado seguían siendo grandes. Los riesgos políticos, en particular los asociados al Brexit, habían aumentado.

En el IPoM de junio, el Consejo había estimado que, para asegurar la convergencia de la inflación a 3%, una trayectoria de la tasa de política monetaria (TPM) similar a la implícita en los precios de los activos financieros al cierre de dicho Informe era coherente con el escenario planteado. Esto suponía mantener la TPM en su nivel actual por varios meses y volver gradualmente hacia niveles más neutrales en la medida que la economía retomara un mayor ritmo de crecimiento. Así, la opción de mantener la tasa en 3,5% asomaba como la alternativa más coherente con los antecedentes presentados en esta Reunión.

<sup>1/</sup> <http://www.bcentral.cl>

De todos modos, la inflación seguía alta y, aunque se proyectaba que volvería al rango meta dentro de pocos meses, era evidente que había riesgos. Estos, como se había señalado en el IPoM, estaban balanceados. No obstante, era razonable pensar que, después de más de dos años por sobre el límite superior del rango, los costos de desviaciones significativas al alza de la trayectoria esperada para la inflación serían mayores que los asociados a un movimiento en el sentido contrario.

Había dos motivos principales por los que la inflación podría converger más lentamente. Primero, la inflación de no transables permanecía alta y, si bien había descendido en línea con lo esperado, como la tasa de desempleo era todavía baja y el crecimiento de los salarios nominales relativamente alto, este proceso podría ser más lento. Sin embargo, este riesgo había disminuido sustancialmente en los últimos trimestres. El mercado laboral daba cuenta de un ajuste relevante, que incluso había sido algo mayor que el previsto. Los últimos datos de empleo y de salarios apuntaban en esa dirección y los costos laborales unitarios (CLU) habían disminuido su tasa de crecimiento de manera importante. Adicionalmente, las relativamente altas tasas de rotación en el mercado laboral chileno sugerían que las empresas podían ajustar sus planillas con cierta prontitud. En segundo lugar, no se podían descartar nuevos episodios de depreciación del peso, especialmente en un contexto donde los riesgos externos asociados a la Fed, a la estabilización del crecimiento en China y al referéndum en el Reino Unido seguían presentes. En el corto plazo, los efectos de estos fenómenos en la inflación eran evidentemente al alza, pero sus efectos en la inflación proyectada a dos años no eran para nada obvios, ya que dependerían de la persistencia de los *shocks* y de sus efectos sobre la actividad y las expectativas de inflación.

En este contexto, reconociendo que existían riesgos relevantes al escenario de convergencia para la inflación, la División Estudios no creía que estos ameritaban considerar un aumento preventivo de la TPM en esta Reunión. Especialmente, por las sucesivas correcciones a la baja en la proyección de crecimiento, que el tipo de cambio real (TCR) estaba en línea con sus fundamentos, que la inflación había descendido según lo esperado y que las expectativas de inflación se habían mantenido bien ancladas en 3%. Esto, por cierto, no implicaba que la opción de alza no debería ser considerada a futuro, pues en el escenario más probable aún eran necesarios aumentos adicionales de la TPM para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política. Así, en opinión de la División Estudios, mantener la TPM en 3,5% se imponía como la única opción relevante.

## 2. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros coincidieron en que las noticias del mes reafirmaban el escenario planteado en el IPoM de junio. En el plano internacional, varios Consejeros destacaron la volatilidad en los mercados financieros asociada al referéndum a realizarse en los próximos días en el Reino Unido para decidir su permanencia en la Unión Europea y que podía acentuarse en caso que se decidiera su salida. Un Consejero comentó que muchas autoridades, organismos internacionales y analistas habían advertido sobre el impacto negativo de una eventual salida del Reino Unido de la Unión Europea. La eventualidad de que una salida diera pie a mayor incertidumbre, turbulencias financieras, aversión al riesgo y volatilidad cambiaria también había sido citada por la Fed en el comunicado de su última decisión de política. En su opinión, estas reacciones y temores frente al Brexit eran indicativos de la sensibilidad de los mercados a nuevos *shocks* cuando las heridas de la crisis que se inició en el 2008 aún no se habían cerrado. Esto era especialmente cierto en Europa, que había comenzado a mostrar señales de una recuperación más robusta, pero donde subsistían desequilibrios internos importantes y el sector financiero se percibía aún vulnerable. Un Consejero señaló que dada la importancia de Londres como centro financiero global, y en particular su fuerte vinculación tanto con la Eurozona como con EE.UU., no se podía descartar que se produjeran convulsiones en el corto plazo y efectos reales de mediano plazo que podrían alterar el escenario base. Un Consejero destacó el aumento que había tenido en los últimos días el riesgo de que el Reino Unido se saliera de la Unión Europea, lo que claramente sería una mala noticia, pero cuyos efectos sobre Chile eran difíciles de dimensionar.

La decisión de la Fed respecto del curso futuro de su tasa de política también fue levantada por todos los Consejeros como una fuente de riesgo. Un Consejero planteó que seguían persistiendo señales ambiguas respecto del ritmo efectivo que ella tomaría. Un Consejero opinó que el mensaje de la Presidenta de la Fed había sido bastante claro en manifestar que, por una parte, todavía esperaban un proceso continuado de alzas de la tasa de referencia; y, por otra, que dichas alzas serían más pausadas que lo que anticipaban en la reunión anterior en todo el horizonte de proyección. Con todo, aún indicaban que con una alta probabilidad habría dos alzas en lo que restaba del 2016. Sin duda, el aplanamiento de la pendiente de alzas debería ser un factor tranquilizador. Sin embargo, el hecho que los mercados hubieran reaccionado bajando las probabilidades asignadas a alzas en el corto plazo, hasta el punto de eliminarlas para este año, era un factor de preocupación. Su impresión era que los riesgos de volatilidad financiera asociados a un alza

de tasas de la Fed en julio o septiembre eran mayores que antes. Por cierto, las expectativas de mercado sobre las acciones de la Fed podían cambiar muy rápido dependiendo de los datos.

Un Consejero destacó que lo que parecía ser una inminente alza de tasas por parte de la Fed no se había materializado, contribuyendo a partir del reporte del empleo a una generalizada caída de tasas y a una depreciación del dólar. La comunicación de la Fed, a su juicio, había sido algo confusa y hacia adelante era esperable una mayor claridad para dilucidar si habría una postergación más definitiva del aumento de tasas o si la normalización se llevaría a cabo según lo anunciado. Aunque estas dos opciones parecían algo extremas, era de la opinión que el debate estaba en el centro de la determinación de las condiciones financieras que enfrentaría el resto del mundo, y especialmente los países emergentes, en los próximos meses. Esta disyuntiva, junto con otros eventos de volatilidad en las últimas semanas, obligaba a una actitud de especial prudencia, en particular por sus efectos sobre los flujos de capital, las monedas y los precios de las materias primas.

Un Consejero comentó que si bien las dudas sobre China habían amainado en lo más reciente, permanecían como un riesgo relevante a mediano plazo. América Latina, agregó, mantenía un pobre desempeño, muy influenciado por las negativas cifras de Brasil y Venezuela, aunque con algunos países, como Perú, que retomaban mayores tasas de crecimiento. En opinión de un Consejero, se apreciaba un entorno similar al del mes pasado en el mundo emergente. Sin embargo, no era descartable que frente a un mayor ruido en los mercados financieros se experimentaran tensiones cambiarias y de financiamiento externo significativas.

En el ámbito interno, varios Consejeros hicieron mención a la baja actividad que se desprendía de los últimos datos conocidos. En opinión de un Consejero, las cifras en este ámbito fortalecían la visión de que la segunda parte del año debería tener un dinamismo bajo. En lo grueso, las cifras de empleo eran coherentes con esta visión. Un Consejero comentó que el bajo crecimiento del Imacec en abril, si bien podía haberse visto influenciado por algunos factores puntuales, había permitido evitar una interpretación demasiado optimista de las cifras de crecimiento del primer trimestre. En particular, el ritmo decreciente de la expansión de la masa salarial y la debilidad de la inversión que se preveían para los próximos meses imponían límites al crecimiento de la demanda interna, coherente con el rango de crecimiento del PIB de 1,25 a 2% previsto en el IPoM de junio. Con todo, señaló, este escenario no estaba exento de riesgos, relacionados, por ejemplo, con un comportamiento más débil del mercado del trabajo y de la inversión. Un Consejero resaltó que

entre los riesgos internos estaba la incertidumbre habitual respecto del ritmo de la actividad y de la demanda. No solo se seguía viendo una contracción importante de la inversión en minería, sino que además la evolución del mercado laboral sería determinante en la resiliencia que tuvieran otros componentes del gasto, en particular el consumo.

Un Consejero indicó que, luego de un primer trimestre por sobre lo esperado, particularmente en velocidades, la economía había crecido menos en abril y que, más allá de las volatilidades propias de cada mes, se esperaba que, en promedio, el crecimiento de la economía fuera menor en los próximos trimestres. Generaba preocupación que las expectativas de inversión se siguieran reduciendo y que se esperara una nueva caída de dicha variable este año. Añadió que el mercado laboral mostraba mayor debilidad en el margen, especialmente en materia de creación de empleos asalariados, aunque la tasa de desempleo se mantenía baja. No obstante, era natural esperar que esta aumentara en los próximos meses.

En cuanto a la inflación, todos los Consejeros coincidieron en que las noticias del mes confirmaban la convergencia lenta de la inflación contenida en el IPoM de junio. Un Consejero consignó que las perspectivas de la demanda interna, unidas a la mayor estabilidad del tipo de cambio, explicaban los avances adicionales en materia de reducción de la inflación. La variación del IPC de mayo había revelado una inflexión más marcada en su medición de tendencia, que había experimentado su primera variación negativa en casi tres años. En términos de variación anual, destacó la desaceleración del IPCSAE y que el IPC de bienes transables se había ubicado por debajo de 4%. En su opinión, todo ello era indicativo de una tendencia a la desaceleración de la inflación que se había prolongado durante nueve meses y que, de acuerdo con las proyecciones del mercado y del propio Banco, lo continuaría haciendo en lo que restaba del año y buena parte del próximo. Esta tendencia debería reflejarse especialmente en las siguientes mediciones de inflación, donde una alta base de comparación entre junio y agosto se combinaría con la inercia de la inflación de no transables, que ya estaba experimentando un gradual declive. Todo ello había llevado a acortar el plazo en que se preveía que la inflación convergería a la meta de 3%.

Un Consejero señaló que la evolución de la inflación seguía confirmando que el determinante más importante en su dinámica reciente habían sido las fluctuaciones cambiarias, mientras que la trayectoria de los salarios nominales estaba en línea con perspectivas de presiones laborales subyacentes acotadas. A su juicio, estos dos elementos eran centrales para la trayectoria de convergencia que se tenía prevista. Un Consejero resaltó la menor inflación

de bienes, lo que parecía ser coherente con la estabilidad que había venido mostrando la moneda en los últimos meses. En su opinión, en los próximos trimestres, y en ausencia de un deterioro muy significativo del mercado laboral, era probable que la velocidad de convergencia del componente subyacente dependiera de manera importante de la trayectoria cambiaria. Agregó que no esperaba cambios mayores en la dinámica de la inflación de servicios más ligada a salarios.

Un Consejero indicó que, desde el punto de vista inflacionario, los mayores riesgos provenían del frente externo, pues un deterioro en dicho ámbito podría llevar a una depreciación adicional del peso, tener un efecto sobre la velocidad de convergencia de la inflación y, eventualmente, llevar a nuevos efectos de segunda vuelta. A ello se sumaba que la inflación de servicios, excluyendo algunos elementos puntuales y volátiles, seguía elevada y sin cambios significativos.

En cuanto a la decisión de política, todos los Consejeros señalaron su concordancia con la opción de mantener la TPM en 3,5%. Un Consejero señaló que no era apropiado contemplar acciones preventivas de la TPM en una dirección o en otra en la coyuntura actual, las que podrían ser necesarias en caso que se viesan desviaciones significativas de la trayectoria de la inflación en su camino a la convergencia. Un Consejero estimó que el mensaje del IPoM seguía vigente y que ello era coherente con una mantención de la TPM en el corto plazo y algunas alzas adicionales más adelante, una vez que se consolidara una inflación en torno a la meta y el crecimiento comenzara a acercarse al potencial.

Un Consejero indicó que las consideraciones sobre la trayectoria de la TPM que habían dominado en las últimas Reuniones seguían vigentes. La economía atravesaba por un periodo de debilidad que se había extendido más de lo esperado, y no había antecedentes de una recuperación relevante en los próximos trimestres. Ello, junto con un escenario que, *grosso modo*, suponía un tipo de cambio relativamente estable, justificaba la convergencia de la inflación a 3%. Los registros de los últimos meses iban consolidando esta visión. Así, la opción de mantener la TPM dominaba ampliamente.

Un Consejero estimó necesario que la política monetaria siguiera siendo expansiva, para continuar con el impulso monetario que había permitido suavizar el ciclo económico y que había sido clave para evitar una mayor desaceleración de la actividad y de la demanda. Esto también se reflejaba en que el crédito bancario crecía, en términos reales, en torno a 5% anual. Además, en que en el Informe de Percepciones de Negocios la variable costo

del crédito no se mencionaba como posible razón de la menor inversión. Así, la opción de subir la TPM no era pertinente, aunque era importante dejar claro que era posible que sí lo fuera más adelante y, de hecho, en el escenario base del IPoM se proyectaba su aumento. El prolongado período en que la inflación había estado sobre el rango de tolerancia era un riesgo en sí mismo. Por ello, solo cabía estar particularmente vigilantes ante la posibilidad de que esa situación se prolongara más allá de lo esperado. Los costos eran elevados, pues si afectaba las expectativas se requeriría un ajuste mayor en un contexto de bajo crecimiento. Así, aunque en el escenario base los riesgos de desviaciones de la inflación eran simétricos, era evidente que los costos eran asimétricos.

Respecto de la trayectoria futura de la TPM, todos los Consejeros coincidieron en que, de darse el escenario base delineado en el IPoM de junio, para asegurar la convergencia de la inflación a la meta se requeriría continuar con la normalización de la política monetaria al ritmo implícito en dicho informe. No obstante, también resaltaron que desviaciones significativas de la convergencia de la inflación podrían modificar dicho ritmo.

### 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%.