Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2014

BANCO CENTRAL DE CHILE

MINUTA
REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°216, celebrada el 18 de noviembre de 2014.

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 Subsecretario de Hacienda, don Alejandro Micco Aguayo.

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 Estadísticas subrogante, don Francisco Ruiz Aburto; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Miguel Fuentes Díaz; 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 Asesor del Ministro de Hacienda, don Claudio Soto Gamboa; el Economista Senior, don Alfredo Pistelli Munizaga; la Economista Senior, doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista, 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, basada en información públicamente disponible, puede ser consultada en la página web del Banco[1]/.

Las noticias conocidas durante el mes daban cuenta de un escenario externo donde se había acentuado la divergencia entre la evolución de la economía de Estados Unidos y la de la mayoría de los otros países desarrollados, y donde las economías emergentes presentaban una mayor debilidad. Distintos factores habían intensificado la presión a la baja sobre el precio de varias materias primas, especialmente el del petróleo. Si bien el episodio de aumento de volatilidad de octubre se había moderado, era muy probable que a futuro se viera una mayor volatilidad en los mercados financieros y un fortalecimiento más marcado del dólar estadounidense. Con todo, en lo que respectaba a Chile, el escenario internacional seguía siendo relativamente favorable y no muy distante del planteado en el último Informe de Política Monetaria (IPoM).

En el plano local, los datos del tercer trimestre y los primeros indicadores del cuarto confirmaban el panorama de marcada debilidad de la economía discutido en los últimos meses. Así, durante el 2014, el crecimiento de la economía se situaría en la parte baja del rango de proyección propuesto en el IPoM pasado.

No obstante que la evolución de la actividad económica en estos meses había estado dentro de lo esperado, era importante reconocer que durante octubre las perspectivas de crecimiento para el 2015 habían seguido descendiendo, al tiempo que los distintos indicadores de expectativas empresariales y de hogares no mostraban señales de mejora. En este contexto, la inversión continuaba sorprendiendo a la baja, especialmente en su componente de máquinas y equipos, pero también en el más persistente de construcción y obras.

Todavía era temprano para dilucidar cuáles iban a ser las implicancias del empeoramiento de las perspectivas de actividad local sobre la capacidad de la economía para retomar fuerzas en el 2015, sobre la evolución de las brechas de capacidad y sobre la velocidad de convergencia de la inflación hacia la meta. Sin embargo, el análisis preliminar sugería que el impulso monetario actual era coherente con la convergencia de la inflación a los niveles deseados dentro del horizonte habitual de proyección.

Durante el último mes, sin duda, la noticia más significativa había sido la inflación, que había sorprendido considerablemente al mercado y a las proyecciones internas, ubicándose en 5,7% en su registro anual. Con este dato, la inflación había cumplido siete meses por sobre el rango superior de la banda objetivo, y tanto estimaciones internas como de mercado señalaban que era probable que esta siguiera así por un período todavía prolongado. Con ello, la inflación a fines de año terminaría en niveles algo por sobre 5%, lo que implicaba una corrección al alza de alrededor de un punto porcentual respecto de la estimación del IPoM de septiembre. Esta sería la segunda vez que se introduciría una corrección importante a la estimación de inflación en el año, ya que en el IPoM de junio se hizo una corrección de magnitud similar para la inflación a diciembre de 2014, desde 3 a 4%.

[1]/ http://www.bcentral.cl/politicas/reuniones-politica-monetaria/index.htm

Sin embargo, era importante reconocer que la naturaleza de la sorpresa actual era diferente de la analizada en el IPoM de junio. En esa oportunidad, la sorpresa inflacionaria fue generalizada y respondió más bien a la no materialización de un escenario que suponía que las condiciones cíclicas de la economía hacían probable que ciertas sorpresas inflacionarias negativas observadas a principio de año fueran de naturaleza persistente. En esta ocasión, por el contrario, la mayor parte de las sorpresas inflacionarias de septiembre y octubre habían estado asociadas a elementos puntuales y que en muchos casos se relacionaban con fenómenos exógenos concretos, cuyo efecto en el nivel de precios debería revertirse o bien, no repetirse a futuro.

En línea con lo anterior, la inflación subyacente había tenido un comportamiento menos volátil: en octubre, el registro había sido de 4,1% anual y, de acuerdo con la proyección interna, no se deberían observar valores por sobre este número en los próximos meses. Por su parte, las expectativas de inflación permanecían ancladas en torno a la meta de 3%.

De este modo, y a pesar de la magnitud de las sorpresas de inflación, los datos no alteraban de manera significativa la visión del encuadre macroeconómico de la economía chilena respecto del que se tenía en la Reunión pasada.

No obstante, y como se había discutido en la Minuta de Opciones del mes pasado, la alta inflación registrada imponía importantes desafíos a la conducción de la política monetaria, ya que era indudable que los altos niveles de inflación observados de estos meses podían constituir un riesgo relevante para la convergencia de la inflación. Esto, tanto por los posibles efectos de segunda vuelta asociados a ellos, por el posible efecto al alza en las expectativas de mediano plazo —algo no observado por el momento— como porque no era totalmente descartable que la alta inflación fuera reflejo de algo más profundo que, con los datos actuales, aún no era posible de identificar.

En este último punto, la dificultad de medir las brechas de capacidad era, sin duda, un elemento relevante. Si bien era evidente que la economía había crecido ya un buen tiempo por debajo de su nivel potencial, generando mayores holguras de capacidad, era importante reconocer que su estimación era un proceso difícil y lleno de incertidumbre. En particular, no era del todo descartable que estas holguras fueran menores que las estimadas, como sugerían algunas medidas asociadas al mercado laboral. Esto hacía que fuera más valioso recabar información que permitiera analizar esta hipótesis de mejor manera, labor que será parte del análisis del próximo IPoM.

Con todo, la División Estudios estaba convencida de que las noticias de este mes confirmaban la necesidad de continuar proveyendo a la economía de un estímulo monetario importante, para así lograr la convergencia de la inflación hacia la meta. De este modo, la opción de disminuir el impulso monetario no parecía relevante para la discusión actual. Por otra parte, los riesgos que conllevaban los altos registros de inflación observados durante los últimos meses, así como el hecho que no era evidente que la economía necesitara un impulso monetario mayor que el actual, llevaba también a descartar la opción de nuevos recortes.

Así, la División Estudios propuso como única opción relevante mantener la TPM en 3,00%.

2. Decisión de política monetaria

En el plano externo, todos los Consejeros resaltaron la dicotomía entre el desempeño de la economía de Estados Unidos, por un lado, y la Eurozona, Japón y el mundo emergente, por el otro. Mientras en la primera se observaban señales más claras de fortaleza, en las segundas las noticias eran de mayor debilidad. Algunos Consejeros comentaron la caída del precio del petróleo, que para un Consejero parecía tener características más estructurales.

Un Consejero señaló que en el frente externo se había consolidado una visión algo menos favorable que hace algunos meses. Si bien los mercados financieros habían recuperado cierto grado de calma después de los últimos episodios de volatilidad, varios riesgos permanecían latentes. El principal era el referido a los potenciales efectos de la normalización de la política monetaria de Estados Unidos. A ello se agregaba el debilitamiento de la posición financiera de varias economías emergentes. Por el momento, esto se reflejaba en el predominio de bajas tasas de interés en las economías avanzadas —particularmente en aquellas que servían de refugio para los inversionistas— y en un fortalecimiento del dólar.

Todos los Consejeros coincidieron en que las principales noticias del mes provenían del frente interno. Destacaron que las noticias en materia de actividad y demanda, especialmente las de inversión, habían dado cuenta de un desempeño bastante débil. Un Consejero señaló que el último Imacec había vuelto a confirmar que la economía pasaba por una fase de muy lento crecimiento, la que se había tornado más persistente de lo previsto. Con ello, este año cerraría en torno a la cota inferior del rango de crecimiento proyectado en el último IPoM y las perspectivas para el próximo no se visualizaban auspiciosas.

Agregó que el sector privado ya había efectuado ajustes importantes en sus proyecciones y que las expectativas de empresarios y consumidores, más allá de los movimientos del último mes, se encontraban todas muy deprimidas y la tarea de revertir este cuadro se veía bastante ardua.

La sorpresa en materia de inflación también fue recogida en las argumentaciones de todos los Consejeros. Varios de ellos resaltaron que se trataba de un fenómeno eminentemente transitorio. Un Consejero planteó que, en todo caso, quedaba en evidencia que este era un problema vigente y que a la luz de las sorpresas, especialmente en lo que concernía a la evolución del IPCSAE, obligaba a revisar con cuidado los modelos y previsiones internas. En la misma línea, un Consejero acotó que la permanencia de la inflación anual por sobre el rango meta durante varios trimestres era un asunto que despertaba preocupación y que, por lo mismo, debía ser monitoreado con atención.

Un Consejero expresó que entre las posibles explicaciones para entender el fuerte aumento de la inflación se imponía claramente la depreciación importante que había tenido el tipo de cambio y su impacto en el nivel de precios. Prosiguió este Consejero señalando que por fenómenos externos y como consecuencia de una política monetaria expansiva y del ajuste de la demanda interna, la economía había reaccionado con un fuerte ajuste en los precios relativos. Esto último era un fenómeno deseado y, a su vez, en parte buscado por la política monetaria. Así, concluyó, los altos registros de inflación, más allá de efectos puntuales relevantes sobre el nivel de precios, daban cuenta exactamente de este ajuste cambiario. En la medida que la actividad y la demanda continuaran débiles o, por lo menos, creciendo a tasas bajas, las presiones inflacionarias disminuirían, especialmente si nuevos episodios de depreciación cambiaria resultaban acotados.

Un Consejero destacó que la inflación había sido significativamente superior a lo esperado en los últimos meses, y que su nivel actual excedía las proyecciones internas y las de mercado. Agregó que ya iban varios meses con esta variable por arriba del rango de tolerancia, situación que duraría varios meses más. Aunque esta cifra evidentemente no dejaba tranquilo al Banco, se mantenía el diagnóstico de que a mediano plazo las presiones inflacionarias debían ceder, porque se estaban generando holguras en un escenario de bajo crecimiento y debilidad en la demanda. A ello se sumaba una baja inflación internacional y la reducción del precio de las materias primas, en particular el del petróleo. Con todo, prosiguió, las sorpresas inflacionarias de los últimos meses llevarían a corregir nuevamente al alza la proyección para el año y debían llevar a una revaluación de algunas de las variables claves en las tendencias inflacionarias de mediano plazo. En particular, indicó, para evaluar las holguras de capacidad era clave mirar los desarrollos en el mercado laboral, los salarios, el traspaso de la depreciación a los precios, entre otros aspectos. Por lo demás, esto se hacía crecientemente. Finalizó expresando que, a su juicio, en un ambiente de fuerte ajuste de los precios relativos como el que estaba viviendo Chile, en que se requería una reasignación importante de recursos entre sectores, las mediciones de brecha del producto se hacían aún más inciertas.

Respecto de la decisión de política monetaria, los Consejeros coincidieron en que si bien las noticias del mes no habían estado exentas de sorpresas, procesadas en su conjunto eran coherentes con la orientación general de la política monetaria en curso.

Un Consejero recordó que el próximo IPoM iba a permitir revisar la configuración del escenario base, pero estimaba que no deberían darse diferencias cualitativas respecto de los contornos generales elaborados en el IPoM previo. Este era un proceso de ajuste macroeconómico relevante, con una depreciación real y una disminución significativa del déficit de la cuenta corriente, por razones tanto externas como internas. No se debía minimizar el hecho de que la política monetaria había facilitado y acompañado este ajuste, permitiendo que los costos en términos del mercado laboral fueran relativamente acotados. Hacia el 2015, se deberían observar mayores ritmos de expansión económica, así como una disminución de la inflación anual hacia el centro del rango meta. El proceso de toma de decisiones de política monetaria del Banco Central era sistemático, señaló, y, por lo tanto, lo que se decidiera en la Reunión debía ser también congruente con la comunicación pasada. Recordó que en octubre se había dado un sesgo más neutral a la política monetaria. No veía que los antecedentes coyunturales recientes modificasen la visión respecto de que esa había sido una decisión acertada.

Un Consejero concordó que la única opción relevante era mantener la TPM en 3%, pues subirla para enfrentar un potencial rebrote inflacionario no se justificaba en el escenario actual. Bajarla después de las sorpresas inflacionarias sería muy difícil de explicar y pondría en riesgo la credibilidad del compromiso del Banco Central con la meta de inflación.

Un Consejero opinó que los efectos sobre inflación de la depreciación cambiaria mostraban que la política monetaria había sido bastante expansiva, lo que se corroboraba al analizar diferentes medidas de condiciones monetarias y financieras. En este sentido, se observaban ciertos límites a la contribución que podía hacer la política monetaria para continuar morigerando la desaceleración

sin poner en riesgo el cumplimiento de los objetivos inflacionarios. Por lo tanto, creía que los antecedentes de esta Reunión exigían cierta cautela en el accionar. La decisión se daba en un contexto donde el Banco Central había comunicado un sesgo neutral en su política monetaria, la inflación anual estaba muy por sobre el 3%, y donde las perspectivas de recuperación en los próximos trimestres aparecían débiles. Así, concluyó, el nivel actual de la tasa y los niveles de inflación sustentaban con claridad la decisión de mantener la TPM en sus niveles actuales, de manera de evaluar con mayor cautela la trayectoria de la inflación en el mediano plazo y los efectos que la trayectoria de actividad el próximo año pudiera tener sobre las presiones inflacionarias y la trayectoria del tipo de cambio.

Un Consejero señaló que resultaba difícil levantar una opción de política que no fuera la de mantener la TPM. La opción de elevarla era completamente extemporánea y la de bajarla no sería prudente considerando, entre otros elementos, el nivel alcanzado por la inflación en el corto plazo. La opción de mantener, en cambio, era coherente con los desarrollos observados, especialmente cuando estos eran procesados en su conjunto. Por todo ello, le parecía que correspondía hacer una pausa, que por lo demás era coherente con lo comunicado en el último tiempo. La preparación del próximo IPoM sería una buena oportunidad para actualizar las proyecciones y revisar la estrategia. Destacó dos antecedentes adicionales: primero, que esta era la decisión esperada por el mercado; y, segundo, que la TPM se ubicaba en un nivel perfectamente razonable, considerando el estado de la economía y los riesgos identificados. Ambos elementos reforzaban la conveniencia de no innovar en esta oportunidad.

Un Consejero planteó que la política monetaria había actuado de acuerdo con la etapa del ciclo que estaba viviendo la economía. La TPM se había recortado fuertemente hasta dejarla en 3%, lo que implicaba un impulso monetario importante. Las tasas de interés de largo plazo se mantenían en niveles históricamente bajos. La política monetaria actuaba con rezagos, por lo que había sido apropiado darle este impulso a la economía, lo que había comenzado hacía ya más de un año. De hecho, las primeras comunicaciones en este sentido eran del primer semestre del 2013. Hoy, subir la TPM no estaba de acuerdo con la etapa del ciclo que vivía el país y luego, en su opinión, no era una opción relevante. Era efectivo que la inflación estaba por sobre lo esperado, pero todo apuntaba a una normalización en el corto plazo para estar nuevamente en el rango de tolerancia en el segundo trimestre del próximo año. Más aún, inflaciones inferiores a 3% en la segunda parte del próximo año no deberían sorprender. Bajar la TPM con la actual inflación tampoco parecía razonable para una institución que tiene como meta una inflación muy inferior a la actual. Al respecto, debía dejarse en claro que no se trataba de mirar hacia atrás, sino de ser conscientes que había un riesgo de inercia o traspaso inflacionario. Las incertidumbres tradicionales sobre la brecha del producto, con este nivel de inflación y con el sello actual claramente expansivo de la política monetaria, también llamaban a la cautela. Por lo mismo, estimó que la remoción del sesgo expansivo de la última Reunión había demostrado, con creces, ser la política correcta.

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%.