

Reunión de Política Monetaria

MAYO 2014

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°210, celebrada el 15 de mayo 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 Miguel Ángel Nacrur Gazali; el Gerente de División Estudios, don Luis Óscar Herrera Barriga; 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, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Miguel Fuentes Díaz; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Gerente de Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Claudio Soto Gamboa; la Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia, doña Erika Arraño González; la Economista Senior doña Ivonne Vera Reichert; la Economista doña Natalia Gallardo Schnettler; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés

1. Antecedentes

Tanto los 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/}.

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

2. Opciones

Dados los antecedentes conocidos desde la última Reunión, la División Estudios presentó como opciones relevantes mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 4% o recortarla en 25 puntos base (pb), a 3,75%.

El panorama internacional era similar al analizado en la última Reunión y al contenido en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo, salvo por mejores condiciones financieras globales. Continuaba la preocupación respecto del crecimiento económico y el sistema financiero en China.

Los antecedentes internos confirmaban que la actividad resto —no ligada a los recursos naturales— y la demanda final crecían a un ritmo moderado y similar al proyectado en el último IPoM, continuando con el patrón observado desde mediados del año pasado. Este ritmo de expansión, inferior a las estimaciones de crecimiento potencial, implicaba un menor uso de la capacidad instalada, lo que, a mediano plazo, reduciría las presiones inflacionarias internas y provocaría una moderación del déficit de la cuenta corriente. Sin embargo, la estimación de las holguras disponibles era imprecisa. Al respecto, cabía tener presente que la tasa de desempleo continuaba en niveles bajos en términos históricos, aunque en los últimos meses se habían observado señales de descompresión, como la menor creación de empleos asalariados, la disminución de las vacantes laborales y el aumento en el número de trabajadores por cuenta propia.

La inflación de abril había mostrado nuevamente una sorpresa al alza. En los últimos cuatro meses, el IPC y el IPCSAE habían acumulado aumentos de 2,1 y 2,2 puntos porcentuales, respectivamente. Este comportamiento reflejaba, en lo grueso, el impacto de la depreciación del peso, además de la influencia de alzas en los precios internacionales de los alimentos. Sin embargo, también llamaba la atención el repunte de la inflación de servicios, que reflejaba la incidencia de diversos reajustes tarifarios, en parte influidos por la evolución reciente del tipo de cambio. Al mismo tiempo, aquellos rubros más directamente vinculados a la evolución de las remuneraciones mostraban un comportamiento inercial. En este sentido, destacaba que la variación de los salarios nominales subía en los últimos meses, pese al menor dinamismo del mercado laboral. Los salarios reales, sin embargo, mostraban una desaceleración dado el aumento de la inflación.

La sorpresa inflacionaria de abril había afectado las expectativas en los plazos más próximos. Sin embargo, era importante señalar que a plazos mayores no se observaban cambios relevantes. De hecho, las expectativas inflacionarias en los plazos relevantes para la política monetaria se mantenían en torno a 3% anual. Ello indicaba que las sorpresas recientes se evaluaban como efectos transitorios

sobre la inflación y que se esperaba que las holguras de capacidad contribuirían a reducir las presiones inflacionarias internas a mediano plazo.

La opción de mantener la TPM se podía justificar en que ya se había recortado en 100pb en los últimos meses, las tasas de corto y largo plazo de mercado habían disminuido y el tipo de cambio real se encontraba depreciado respecto de su promedio histórico. Al mismo tiempo, la inflación estaba transitoriamente por sobre el límite superior del rango de tolerancia. Mantener la TPM en esta oportunidad, sin descartar la posibilidad de introducir ajustes más adelante, permitiría acumular mayores antecedentes sobre la persistencia de las sorpresas inflacionarias de los últimos meses. Aunque en el escenario más probable el aumento de la inflación anual por sobre 4% sería transitorio, como también se reflejaba en las expectativas de mercado, la sucesión de sorpresas al alza ameritaba algún grado de cautela en esta materia.

La alternativa de recortar la TPM era coherente con la proyección de que continuarán acumulándose holguras de capacidad en la economía, lo que a mediano plazo debería reducir las presiones inflacionarias. Este escenario, como se había consignado en el último IPoM, podría requerir un impulso monetario adicional para asegurar que la inflación permaneciera en torno a la meta en el horizonte de política.

3. Decisión de política monetaria

En el plano internacional, todos los Consejeros coincidieron en que las noticias del último mes iban en línea con lo planteado en el IPoM de marzo.

En el plano interno, todos los Consejeros coincidieron en que los datos recientes confirmaban el lento crecimiento de la actividad y la demanda, con un débil desempeño de la inversión y un consumo que se había desacelerado más que lo previsto. En relación con el mercado laboral, varios Consejeros indicaron que, congruente con lo anterior, se estaban manifestando señales de desaceleración. En particular, mencionaron el aumento del desempleo, la contracción del empleo asalariado y las vacantes, y la información que se desprendía del Informe de Percepciones de Negocios de abril. En contraposición, algunos Consejeros destacaron la dinámica de los salarios y del empleo en el agregado. En su opinión, esto daba cuenta de que las holguras que podrían haberse generado en la actividad todavía no tenían un correlato marcado en el mercado laboral.

Con respecto a la evolución de los mercados financieros y del crédito, un Consejero señaló que la debilidad de la demanda también se apreciaba en la evolución de los mercados financieros, con tasas de interés de largo plazo en niveles bajos, menores primas por riesgo, desaceleración del crédito y una depreciación real del peso. Un Consejero destacó que el crédito mostraba los efectos de una demanda que se había debilitado en el margen y de una oferta que se había tornado algo más restrictiva, respondiendo a una percepción de mayor riesgo en determinados segmentos, lo que se manifestaba con claridad en el crédito comercial. Un Consejero consideró que los indicadores agregados de crédito seguían mostrando una trayectoria de normalidad, resaltando un mayor dinamismo en los créditos hipotecarios y el comienzo de uno menor en los comerciales. Aunque era un tema a seguir, creía que en lo fundamental, estos antecedentes daban cuenta de un sistema financiero que había acomodado adecuadamente la situación cíclica de la economía. Además, concluyó, las bajas tasas de interés, tanto en el mercado monetario como a plazos más largos, también lo evidenciaban.

Respecto de la inflación, todos los Consejeros coincidieron en destacar la sorpresa al alza en el IPC de abril. Un Consejero resaltó el IPC de ese mes tanto por su alto registro como porque venía a confirmar una tendencia de mayor inflación respecto de lo proyectado hace algunos meses. A su juicio, esto último se explicaba por las presiones sobre los márgenes que estaba enfrentando la economía, que se derivaban tanto de los efectos de la depreciación del peso —que era parte del ajuste cíclico de la economía— como del dinamismo de los salarios. En todo caso, continuó, estos fenómenos debieran ser interpretados como transitorios, tanto porque los efectos de la depreciación sobre la inflación debieran ir amainando en el tiempo como porque las presiones sobre el mercado laboral también debieran disminuir en la medida que la actividad mantenga un dinamismo acotado. En su opinión, la evolución de las expectativas de inflación era coherente con esta evaluación. Sin embargo, creía que era claro que los registros de inflación y las señales que se derivaban de ellos sugerían una mayor cautela en la interpretación de los datos y en el accionar del Banco.

Un Consejero señaló que, pese a que la inflación mensual había vuelto a sorprender al alza, persistía el diagnóstico de que era un fenómeno transitorio, estrechamente relacionado con la depreciación del peso. En todo caso, el incremento de la inflación subyacente llevaba a pensar que la dinámica inflacionaria de corto plazo tendría una intensidad y/o persistencia algo superior a la proyectada, lo que se podría relacionar con el comportamiento de los salarios. Pese a ello, concluyó, prevalecía la visión de que este incremento de la inflación era transitorio, considerando el espacio que aportaba la desaceleración de la actividad y la demanda hacia adelante.

Un Consejero destacó que, a su juicio, la inflación de abril era una noticia muy relevante, no por el dato puntual, sino porque con ella se completaban varios meses de inflaciones mayores que las esperadas, llevando a que la proyección para el año fuera bastante superior a lo previsto en el IPoM de marzo. En su opinión, aunque una parte relevante del aumento de la inflación decía relación con la depreciación del peso —lo que implicaría un efecto transitorio sobre la inflación— no podía minimizarse el hecho que el aumento también parecía algo más amplio que solo eso.

Un Consejero indicó que la mayor inflación de los últimos meses abría la interrogante sobre si existían factores más estructurales que la explicaran, en particular menores brechas o un mayor coeficiente de traspaso. A su juicio, para considerar la validez de algunas de estas hipótesis no bastaba con observar más inflación en el corto plazo.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros concordaron en que las opciones planteadas eran las más adecuadas. Un Consejero indicó que en el contexto actual, donde las condiciones financieras eran más holgadas, con primas, tasas y agregados respondiendo más lentamente, no se debía exagerar el impacto expansivo que la estructura de tasas de interés de mercado podía estar induciendo en la economía. Por el contrario, esa estructura de tasas, junto con expectativas de inflación que en el horizonte de política, se ubicaban en la meta y sugerían la necesidad de un impulso monetario adicional. Por ello, en su opinión, era necesario implementar la estrategia de política monetaria prevista en el IPoM, y no sobre-reaccionar a noticias coyunturales. Sin embargo, también era evidente la dificultad de comunicar apropiadamente una decisión de este tipo cuando era inesperada. De hecho, en su opinión, una vez que se dispararan los efectos de una sola vez en los registros inflacionarios, podía ser necesario continuar reduciendo la TPM.

Un Consejero señaló que más allá de ajustes menores a la TPM, la evaluación era que esta tasa se ubicaba en un nivel adecuado a la posición cíclica de la economía. Esta evaluación debía considerar que las novedades recientes podrían inducir una mayor dinámica inflacionaria hacia adelante. Añadió que los riesgos eran acotados, citando que las expectativas de inflación hacia el próximo año estaban en 3%, pero al menos debía señalar que el diagnóstico sobre la situación de la brecha de recursos disponibles y las presiones salariales era algo más incierta de lo que se creía. Por ello, concluyó, por ahora seguía vigente la posibilidad que se necesitara algún ajuste de la TPM en el futuro, pero no era lo inminente que se evaluaba hace algunos meses y, por lo tanto, requería de más información para llevarlo a cabo.

Un Consejero señaló que la opción de bajar la TPM se podría justificar por la evolución observada y proyectada para la demanda y la actividad. Sin embargo, añadió, la inflación de corto plazo planteaba la necesidad de proceder con prudencia y evitar que los pasos que se dieran fueran mal interpretados. Además, para efectos de la decisión, debía reconocerse que el nivel actual de la TPM no constituía una limitación, por lo menos no una severa, para que el proceso de ajuste o recomposición del crecimiento continuara. En esa perspectiva, debía tener presente además el relativamente bajo nivel de las tasas de largo plazo y del costo de financiamiento del sector corporativo. En esa perspectiva, a su juicio, no había excesiva premura para mover la TPM y era perfectamente posible esperar hasta tener mayores antecedentes.

Un Consejero indicó que la opción de mantener la TPM se imponía claramente en esta oportunidad. Era importante recalcar que la TPM ya se había bajado en 100pb desde octubre del 2013 y que las tasas de largo plazo se mantenían en niveles particularmente bajos. Además, los costos de financiamiento de largo plazo estaban en niveles no vistos en años, e incluso en algunos casos eran mínimos históricos. En otras palabras, ya había un impulso vía tasas de interés bastante importante. Por otra parte, eran ya varios meses con una inflación superior a la esperada. Ello, que parecía abarcar precios de productos y servicios cuyos determinantes iban más allá del componente cambiario, llamaba a proceder con mayor cautela. Por lo mismo, creía importante señalar que en materia inflacionaria el Banco no iba a tolerar que las expectativas se desanclaran y que haría todo lo que fuera necesario para que ello no ocurriera. Esta era la mejor contribución que el Banco Central podía hacer para lograr un crecimiento sostenido. Por lo demás, aunque era cierto que el bajo dinamismo de la actividad y de la demanda deberían reducir las presiones sobre los precios a futuro, en un ambiente donde el impulso monetario ya era elevado, donde los precios habían subido más que lo proyectado, donde la inflación estaba por sobre el rango de tolerancia, una baja de la TPM en esta oportunidad podría generar la percepción de un Banco Central menos comprometido con su meta de inflación.

4. 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 4% anual.