

# Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2017

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 253, celebrada el 14 de diciembre de 2017.**

Asisten el Presidente don Mario Marcel Cullell y los Consejeros don Joaquín Vial Ruiz-Tagle, don Pablo García Silva y doña Rosanna Costa Costa.

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 Mercados Financieros, don Beltrán de Ramón Acevedo; la Gerente de División Estadísticas, doña Gloria Peña Tapia; el Abogado Jefe de Servicios Legales, don Mauricio Álvarez Montti; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Miguel Fuentes Díaz; el Gerente de Investigación Económica, don Diego Saravia Tamayo; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Gerente de Modelación y Análisis Económico, don Elías Albagli Iruretagoyena; 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; la Asesora del Ministerio de Hacienda, doña María Paz González Pacheco; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; el Economista Senior don Carlos Medel Vera; 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>.

La discusión del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre, presentado solo algunos días antes de esta Reunión, había ratificado, en lo grueso, el escenario analizado durante la Reunión de noviembre. Quizás la única diferencia era que ahora el escenario de corto plazo para la inflación lucía balanceado y

no a la baja como en el IPoM de septiembre. Esta situación, no obstante, no disminuía la preocupación por inflaciones bajas en el corto plazo, ya que en el contexto actual, los costos asociados a esta clase de desviaciones eran mayores que los asociados a desviaciones al alza. Desde el cierre estadístico del IPoM de diciembre, las noticias conocidas habían estado en línea con el análisis ahí realizado. Cabía destacar que, a juicio de la División Estudios, si bien se observaba una mayor volatilidad de algunos ítems de la inflación SAE, esto no había afectado mayormente la dinámica inflacionaria subyacente. En particular, la evolución del componente SAE descontando algunos elementos que habían mostrado variaciones poco usuales estaba en línea con lo proyectado, y era coherente con la evolución del tipo de cambio, las holguras de capacidad y la indexación usual.

Llamaba la atención la evolución de las tasas de interés reales de los papeles del Banco Central, que desde septiembre habían aumentado entre 55 y 75 puntos base (pb) según el plazo. El aumento de las tasas reales había sido un elemento de preocupación en Reuniones pasadas, en parte, porque se había asociado a la materialización del escenario de riesgo de menores expectativas de inflación. Respecto de este fenómeno, había dos preguntas relevantes.

Primero, cuánto del movimiento de las tasas de los BCU reflejaba un estrechamiento de las condiciones financieras generales de la economía y cuánto algo particular del mercado de bonos. La evidencia y el análisis de la Gerencia de División Mercados Financieros sugerían que una parte relevante del cambio se asociaba a variaciones en el portafolio de las AFP, las que dada su alta participación en los mercados amplificaban los movimientos de las tasas. En efecto, las tasas *swap* equivalentes habían tenido movimientos más acotados. Además, el movimiento de los BCU se daba en un contexto donde las tasas de colocación de consumo y comerciales habían disminuido y los *spreads* de bonos corporativos se habían ajustado a la baja entre 10 y 20pb. Así, al menos por ahora, esas mayores tasas de los BCU no se habían traspasado con igual intensidad a otras tasas de mercado, que, de todos modos, habían aumentado, en especial a plazos largos. Se sumaba que si bien las compensaciones inflacionarias habían disminuido, otras medidas de expectativas de inflación a 12 y 24 meses se habían mantenido respecto de septiembre y mostraban algunas alzas en comparación con la Reunión pasada, como se apreciaba en la Encuesta de Operadores Financieros (EOF), la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y los bonos corregidos por premios. No obstante, no se debía soslayar que algunas medidas de expectativas de inflación a 24 meses permanecían bajo 3% por un tiempo prolongado.

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

En segundo lugar, cabía analizar si el aumento de las tasas largas —aun corrigiendo la mayor reacción de los BCU— era coherente con la evolución de la economía. Al respecto, cabía notar que durante los últimos meses las tasas largas de mercado se habían ubicado algo por debajo de las que se derivaban del escenario base de los últimos IPoM. Esta diferencia se había atribuido tanto a que el mercado tenía una visión de crecimiento más bajo, como a que las tasas largas externas eran particularmente reducidas. En este contexto, se esperaba que en la medida que el mercado fuera convergiendo a un escenario de crecimiento similar al proyectado por el Banco, las tasas largas de mercado también aumentarían. Se sumaba que se preveía una presión adicional al alza asociada al aumento esperado de las tasas largas externas.

¿Qué había pasado desde septiembre? Las perspectivas de mercado para el crecimiento de Chile habían mejorado, alineándose con las proyecciones del Banco para el 2017 y 2018 y la tasa a diez años en EE.UU. había aumentado algo menos de 20pb. Si bien era difícil cuantificar el impacto preciso de estos eventos sobre la tasa larga local, ambos hechos eran coherentes con un alza de las tasas a plazos más largos en el contexto del escenario base del Banco, el que había sido reafirmado por los datos conocidos.

En este contexto, donde tanto el escenario base como los principales riesgos destacados en el IPoM seguían vigentes, la División Estudios consideró que las opciones planteadas en los meses previos seguían siendo las adecuadas. Esto era, mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 2,5% o bajarla 25pb, llevándola a 2,25%, con un sesgo a la baja, por las razones que se habían explicado en Reuniones anteriores.

Dejar la TPM en su nivel actual era coherente con la estrategia de política monetaria asociada al escenario base del IPoM y con el hecho que los datos conocidos desde entonces habían estado en línea con su análisis. En contra, estaba el riesgo de que el mencionado aumento de las tasas de los bonos del Banco Central terminara trasladándose a otras tasas, estrechando las condiciones financieras en un contexto de actividad débil. Además, el escenario base suponía que más allá del movimiento de algunas medidas de expectativas de inflación de mediano plazo, estas seguían bien ancladas. Sin embargo, se debía reconocer que existían dudas relevantes tanto en la medición de expectativas de inflación como respecto de su impacto en el proceso de formación de precios. Esto, dados los costos asociados a desviaciones a la baja en la inflación en el contexto actual, implicaba que era necesario un monitoreo cuidadoso de la evolución de las expectativas de inflación y de otros fenómenos que pudieren alterar la convergencia de mediano plazo de la inflación a la meta.

La opción de ampliar el estímulo monetario descansaba principalmente en los argumentos de manejo de los riesgos para la convergencia de la inflación que habían sido destacados en Reuniones anteriores y en el IPoM de diciembre. En su contra, se debía reconocer que acciones de política basadas más en escenarios de riesgo que en cambios del escenario base eran más difíciles de comunicar. Además, el mercado seguía esperando una recuperación de la economía, lo que unido a una clara señal respecto de no iniciar una normalización de la TPM hasta que la economía mostrara un repunte más sólido, limitaba los efectos negativos de las menores expectativas de inflación en el proceso de formación de precios. Por ello, la materialización de la recuperación del ritmo de crecimiento seguía siendo un elemento crucial para la convergencia de la inflación, tanto por su efecto sobre el cierre de la brecha como por la interacción de sorpresas negativas de actividad con expectativas de inflación que seguían bajas.

## 2. Decisión de política monetaria

---

Sobre la evolución reciente de la inflación, varios Consejeros destacaron que el IPC de noviembre no había sorprendido al mercado ni tampoco se había desalineado de las proyecciones internas. Algunos Consejeros resaltaron que no se manifestaban los escenarios de riesgo para la inflación que habían señalado en el IPoM, no obstante ciertos movimientos en las medidas de dispersión inflacionaria. Un Consejero mencionó que pese a que la inflación de noviembre había estado en línea con lo previsto, esto no cambiaba mayormente la desviación acumulada en meses previos. En su opinión, la información reciente sugería que los *shocks* anteriores de precios estaban permeando hacia los indicadores de inflación subyacente. Agregó que si se descontaba del IPCSAE el efecto de precios de especial volatilidad reciente, como el paquete turístico y los gastos comunes, su variación anual se ubicaba en 1,6%. Lo anterior, indicó, se reflejaba en que la trayectoria prevista para la inflación subyacente se mantendría bajo 2% al menos hasta mediados del 2018, con una convergencia a la meta más lenta que la del IPC total.

En relación con las expectativas de inflación, varios Consejeros concordaron en que no se apreciaban mayores cambios. Un Consejero afirmó que, si algo, comparado con lo observado durante la preparación del IPoM, la mayoría de las mediciones mostraban una menor diferencia respecto de la meta. Un Consejero añadió que si bien la evolución de las expectativas no había empeorado, en algunas se mantenía una brecha con la meta de inflación, agregando que aunque no se podía calificar esta situación como de desanclaje, se debía seguir monitoreando con atención.

En cuanto a la actividad y sus perspectivas, varios Consejeros concordaron en que el IMACEC de octubre ratificaba una recuperación aún frágil del PIB no minero, aunque sin desviaciones relevantes relativas a la trayectoria esperada. Un Consejero señaló que las proyecciones para el PIB no minero indicaban que la brecha de actividad aún se estaba ampliando en el margen y que no comenzaría a cerrarse sino hasta la segunda mitad del 2018. Por lo mismo, añadió, era relevante destacar que el dinamismo de la actividad que se proyectaba hacia mediados del próximo año dependía de una recuperación del crecimiento de la inversión y de la mantención del dinamismo del consumo, que estaba determinado por el comportamiento del mercado del trabajo. Un Consejero destacó que el sector externo debería contribuir a consolidar el proceso de recuperación, coherente con que desde hace unos meses se observaba un mayor dinamismo de las exportaciones, no solo mineras. Sin embargo, continuó, la evolución del mercado laboral había sido y seguiría siendo muy importante para sostener el consumo. La tendencia en las expectativas se mantenía favorable, aunque eran aquellas a más de un año las que habían traspasado primero la barrera del pesimismo, debiendo consolidarse en los plazos más breves. Un Consejero afirmó que creía que lo más relevante era que todavía no había evidencia concreta coyuntural de que se estuviese dando el esperado panorama de cierre de brechas y de convergencia de la inflación hacia niveles más normales. De hecho, agregó, creía que las noticias desde la última Reunión indicaban más bien que había opciones de alejarse de dicho escenario. Destacó que algunos indicadores de percepción económica habían tenido un retroceso o un estancamiento en su ritmo de mejora, en particular la opinión de los hogares sobre la conveniencia o no de comprar vehículos o artículos para el hogar o vivienda, que habían sido los elementos que, de hecho, habían empujado las expectativas más recientemente.

Un Consejero agregó que en el plano externo no había grandes novedades respecto de lo previsto en el IPoM, lo que era una buena noticia pues se seguía configurando un escenario favorable para la economía chilena. De hecho, añadió, lo más relevante había sido la reunión de la Reserva Federal, que subió la tasa, tal como se esperaba, y había dado un mensaje hacia el futuro que había sido mayormente interpretado como de continuidad con la visión previa, pero con un tono de moderación, lo que era uno de los factores de riesgo incorporados en el escenario del IPoM. Un Consejero señaló que las condiciones externas seguían positivas para la economía chilena, incluso con mejoras en el margen.

Varios Consejeros coincidieron en que las condiciones financieras aún eran favorables. Un Consejero manifestó que los antecedentes mostraban que el incremento de las tasas reales de los bonos que se venía dando desde hace

ya algunos meses estaba más bien vinculado al impacto que los cambios de portafolios de inversionistas institucionales tenían sobre el precio de estos bonos. Además, ello no se había traspasado mayormente a las tasas de colocación de consumo y comerciales, que, por el contrario, habían disminuido. Añadió que aunque algunas tasas más largas se habían ido ajustando al alza, lo hacían también en la medida que mejoraban las expectativas de crecimiento, que, de hecho, se habían ido acercando al crecimiento previsto en el IPoM desde septiembre pasado. Además, las encuestas de crédito tampoco daban cuenta de restricciones crediticias. Con todo, concluyó, era preciso profundizar en estas señales y poder avanzar en diferenciar el impacto de cada una de estas variables, así como el de la evolución de las tasas externas. Un Consejero indicó que si bien los precios de los activos y del dólar habían experimentado importantes fluctuaciones en las últimas semanas, era difícil evaluar cuánto de esos cambios persistirían después de la segunda vuelta electoral, por lo que no tenía mucho sentido incorporarlas en el análisis de política monetaria. Un Consejero indicó que el mercado financiero seguía ofreciendo condiciones favorables a consumidores y empresas. Agregó que, en todo caso, la volatilidad de los mercados con posterioridad a la primera vuelta electoral había sido elevada, haciendo difícil anticipar la evolución de la situación cambiaria y financiera para las próximas semanas. A ello, continuó, se sumaba el impacto que había tenido sobre los precios de algunos activos el cambio de composición de cartera de los fondos de pensiones. Un Consejero señaló que en el último mes se había dado una suma de factores como la baja de la bolsa —que había empezado a caer antes de la primera vuelta electoral—, tasas de largo plazo reajustables mayores, una depreciación del peso y una iliquidez intensa en el mercado monetario en dólares, que, en su opinión, indicaban condiciones financieras menos laxas. De persistir todos o algunos de estos fenómenos, este Consejero estimaba que los rezagos habituales con que operaban los mercados debían llevar a que las condiciones crediticias que enfrentaban los hogares y empresas también se apretaran.

Algunos Consejeros señalaron que, en su opinión, la lectura que el mercado había hecho respecto de la orientación futura de la política monetaria era más restrictiva de lo que ellos habrían esperado dado la importancia de los riesgos a la baja en la inflación descritos en el IPoM. Esto se apreciaba, por ejemplo, en expectativas que apuntaban casi sin dispersión a una mantención de la TPM en esta Reunión. A juicio de uno de estos Consejeros, era necesario añadir un mensaje inequívoco de sesgo a la baja en la TPM.

Respecto de la decisión de política monetaria, un Consejero indicó que, en su conjunto, los eventos más recientes no resultaban ajenos al escenario base y

que las perspectivas para la inflación, en esencia, se mantenían en los términos presentados en el reciente IPoM. En este escenario, la opción de mantener la TPM dominaba sobre la de bajarla 25pb. En primer lugar, porque sin desviaciones del escenario base, lograr una inflación de 3% en dos años era coherente con mantener la TPM en 2,5%, al menos hasta el inicio del cierre de brechas que se indicaba en los escenarios que se habían comunicado. En segundo lugar, porque no se habían materializado riesgos sobre la inflación, la cual, en todo caso, se mantendría en torno al piso del rango de tolerancia por varios meses. Sin embargo, seguía siendo necesario reiterar y subrayar claramente que había una particular atención a los *shocks* que pudieran comprometer su convergencia en el mediano plazo y, puntualmente, la difusión inflacionaria y la evolución de salarios sería parte integral de nuestra atención. Tercero, porque sobre la base de lo señalado, mantener la TPM era naturalmente coherente con lo que se había comunicado al mercado.

Un Consejero indicó que la opción de bajar la TPM le parecía razonable si se le observaba desde el punto de vista de la sistematicidad de la política monetaria en un contexto de baja inflación y actividad todavía débil. De hecho, consideraba que la TPM debería estar ahora en 2%. En su opinión, no creía que los temas electorales hicieran necesario esperar; si algo el contexto más reciente establecía un tono financiero más restrictivo y, por ende, más desinflacionario que en el mes pasado. Además, la coyuntura política seguiría acompañando por varios meses más, y no debía ser razón para la inacción. Finalmente, creía importante destacar que si bien una reducción de la TPM podría poner en entredicho al reciente IPoM, no veía grandes riesgos en ello.

Un Consejero indicó que, en su opinión, seguía vigente lo que se había dicho hace unas semanas en el IPoM, tanto respecto del escenario base como de la necesidad de observar cuidadosamente eventuales desvíos a la baja de la inflación que pudieran retrasar la convergencia a la meta. Dado que los datos más recientes concordaban con el escenario base del IPoM, estimaba que lo que correspondía en esta ocasión era mantener la TPM en 2,5% y un Comunicado en línea con lo señalado en el IPoM.

Un Consejero indicó que frente a las opciones de mantener la TPM o bajarla 25pb, lo relevante era evaluar hasta dónde se habían materializado o se podían materializar en el futuro próximo los riesgos identificados por el Consejo o si bien estos se habían ido despejando. Agregó que, en su opinión, esto último no había ocurrido y que los argumentos para una reducción de la TPM que evitara el escenario de riesgo previsto en el IPoM mantenían su validez, especialmente

en la perspectiva de guiar al mercado en un período de particular incertidumbre sobre la evolución de los precios y de la brecha de actividad, como lo podía ser el 2018. Sin embargo, también creía que el Consejo debía evitar decisiones que confundieran al mercado en un momento de incertidumbre como el actual. En tales circunstancias, prefería reservar la opción de un ajuste para cuando se hubieran despejado algunos de los factores que habían estado afectando a los mercados en las últimas semanas, por lo que votaba por mantener la TPM en 2,5% en esta oportunidad.

### 3. Acuerdo

---

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Marcel y de los Consejeros señor Vial, señor García y señora Costa, mantener la TPM en 2,5%.