

Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2019

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 269, celebrada el 4 de diciembre de 2019.

Asisten el Presidente don Mario Marcel Cullell, el Vicepresidente don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y los Consejeros don Pablo García Silva, doña Rosanna Costa Costa y don Alberto Naudon Dell'Oro.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Ignacio Briones Rojas.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe, don Juan Pablo Araya Marco; el Gerente de División Política Monetaria, don Elías Albagli Iruretagoyena; el Gerente de División Mercados Financieros, don Beltrán de Ramón Acevedo; la Gerente de División Política Financiera, doña Solange Berstein Jáuregui; la Gerente de División Estadísticas, doña Gloria Peña Tapia; el Gerente de División Asuntos Institucionales, don Michel Moure Casabianca; 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 Operaciones de Mercado, don Diego Gianelli Gómez; el Gerente de Comunicaciones, don Felipe Lozano Rafalowski; el Asesor del Ministerio de Hacienda, don Hermann González Bravo; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Análisis y discusión de los antecedentes

Los antecedentes presentados al Consejo y su respectivo análisis están contenidos en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre. En él, se destacaba que el escenario macroeconómico había sufrido un cambio abrupto a partir de mediados de octubre. Hasta ese momento, la economía se había comportado en línea con lo previsto en el IPoM de septiembre, con un crecimiento del PIB de 3,3% anual en el tercer trimestre y una variación anual del IPCSAE en torno a 2%. La crisis que se inició el 18 de octubre se caracterizaba por demandas sociales que habían llevado a la discusión de cambios institucionales relevantes —como una nueva Constitución— y presiones por reformas sociales. Este proceso, sin embargo, había sido acompañado de episodios de violencia significativos y prolongados, los que habían provocado importantes disrupciones en el sistema productivo, incidiendo fuertemente en una menor actividad y debilitando el empleo. La información disponible mostraba un aumento relevante de la incertidumbre y un deterioro de las confianzas que estaban amplificando estos efectos.

Los mercados financieros se habían visto tensionados por fuertes movimientos en los precios, que en algunos casos habían ido más allá de lo justificable por el riesgo país. El Consejo había adoptado diversas medidas para mejorar la liquidez en pesos y en dólares, y había decidido intervenir el mercado cambiario para reducir la alta volatilidad del tipo de cambio y ayudar a que los ajustes ocurrieran de manera adecuada.

Respecto de las proyecciones, el mayor impulso fiscal anunciado recientemente, unido a la ya alta expansividad de la política monetaria, ayudarían a contener el deterioro de la economía en el horizonte de política, con lo que luego de una contracción de 2,5% anual en el cuarto trimestre del 2019, el PIB crecería entre 0,5 y 1,5% en el 2020. La relevante desaceleración del crecimiento ampliaría la brecha de actividad en el horizonte de política monetaria, presionando a la baja a la inflación. No obstante, los impactos financieros de la mayor incertidumbre, así como los efectos más persistentes de la depreciación del peso, aumentarían las presiones inflacionarias en el horizonte de política.

Todos los Consejeros concordaron en que el diagnóstico respecto del estado actual de la economía era altamente incierto, por lo que en los próximos meses los esfuerzos debían concentrarse en realizar evaluaciones exhaustivas del escenario macroeconómico para poder determinar su evolución más probable en el corto plazo. Se añadió que, en lo inmediato, las consecuencias de las disrupciones en la actividad económica y la prolongación de la perturbación del orden público se habían visto claramente reflejadas en la caída del Imacec en octubre. Sin embargo, la situación de mediano plazo podía complicarse adicionalmente por la mayor incertidumbre. Ella estaba afectando la confianza de consumidores y empresarios, los precios de los activos financieros y el valor del dólar, señalizando una percepción de que los efectos negativos se prolongarían por más tiempo. Entre muchos temas, esto se relacionaba con la falta de certezas sobre distintos temas del ámbito político, económico y social, por lo que para evitar efectos adversos mayores se requerían nuevos acuerdos que fueran acotando los espacios de incertidumbre lo más rápido posible. De hecho, se resaltó que el escenario base del IPoM apuntaba a un muy bajo crecimiento en el 2020 y a una recuperación en el 2021, que descansaba en parte en el supuesto de que a lo largo de este período se iría disipando la incertidumbre, de manera que empresas y personas volvieran a invertir y regularizar sus decisiones de consumo. Si ello no se cumplía, la economía podría permanecer debilitada por varios años.

Se discutió acerca de la evolución que tendría la inflación en los próximos trimestres, en particular por la incertidumbre sobre qué efecto dominaría su evolución en los próximos trimestres, si sería el impacto de la depreciación idiosincrática del peso o el incremento de la brecha de actividad. Se mencionó

que lo inusual del fenómeno que afectaba a la economía también hacía que sus efectos en la inflación fuesen más difíciles de prever y se debería hacer un esfuerzo particular de análisis y monitoreo. De hecho, se agregó, esta particularidad de la situación actual daba mucho valor a la información que se fuera recogiendo en los meses siguientes. Así, en lo que venía, la evolución de la inflación, de la actividad y de las condiciones financieras y crediticias sería de gran valor informativo.

Algunos Consejeros alertaron sobre la necesidad de monitorear con mucho cuidado cómo estaba funcionando el canal de transmisión de la política monetaria. En su opinión, en un entorno de incertidumbre y de riesgos era probable que la sensibilidad de las decisiones de gasto y producción a la política monetaria se viera alterada. Si bien las medidas que tomó el Banco habían logrado normalizar el funcionamiento de los mercados monetario y cambiario, su evolución era un asunto que debería observarse continuamente en los próximos trimestres. En particular, cómo evolucionaría el riesgo crediticio, cómo ello podría afectar el comportamiento de los bancos y qué medidas podrían adoptarse para asegurar que la transmisión de la política monetaria operara de manera expedita.

2. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que los factores de fondo que generaban la incertidumbre y condicionaban la evolución de la actividad económica y de la inflación estaban fuera del ámbito de las políticas macroeconómicas, sin perjuicio de que estas podían contribuir a mitigar en parte sus impactos negativos. En este sentido, al definir el rumbo de la política monetaria, se debía tomar en cuenta que en momentos de caídas del PIB y del empleo era muy importante que el nivel de la TPM tuviera un fuerte tono expansivo.

Todos los Consejeros coincidieron en que la opción de mantener la TPM en 1,75% dominaba a cualquier otra alternativa. En primer lugar, el grado actual de expansividad monetaria se estimaba coherente con la debilidad cíclica de la economía, con el alto nivel de incertidumbre respecto de su evolución futura y con el programa de estímulo fiscal que el Gobierno había anunciado en días previos. En segundo lugar, la necesaria coherencia entre la intervención cambiaria y la política monetaria limitaba el espacio para reducciones de la tasa durante los próximos meses, toda vez que especulaciones respecto de esto último podrían generar el tipo de volatilidad que la intervención buscaba evitar. Por último, pensar en opciones que elevaran la TPM sería inconveniente, dado que el escenario del IPoM no contemplaba alzas por un tiempo relevante, incluso

considerando el impacto de corto plazo de la depreciación del peso sobre la inflación.

Un Consejero recordó que en el pasado reciente la respuesta del Banco a un ambiente de deterioro de la actividad había sido proceder con un aumento del estímulo monetario, siempre teniendo presente la correcta calibración del impacto de la depreciación del peso en la inflación, que en esta ocasión sería incluso mayor por su carácter idiosincrático. Sin embargo, esta vez creía que lo prudente era señalar un periodo de mantención de la TPM, pues la evolución que había tomado la crisis social había generado un clima de tensión e incertidumbre que podía abrir aristas de diversa índole. En particular, destacó que el Banco había tomado medidas extraordinarias de provisión de liquidez y había iniciado una intervención cambiaria que limitaban, especialmente esta última, la acción contracíclica que en principio podría esperarse de la política monetaria.

3. Decisión de política monetaria

El Presidente señor Marcel, el Vicepresidente señor Vial y los Consejeros señor García, señora Costa y señor Naudon votaron por mantener la TPM en 1,75%. Además, concordaron en que se debía dar una señal de que la TPM se mantendría en ese valor durante los próximos meses, mientras se acumulaba mayor información sobre cómo se desenvolvería el escenario macroeconómico. Al incorporar dicha información, los próximos movimientos podrían ser tanto al alza como a la baja, dependiendo del estado de la economía y las perspectivas para la inflación.

A juicio del Consejo, mantener la TPM no solo era coherente con la convergencia de la inflación en el horizonte de política, sino que también aportaba a reducir la incertidumbre en la economía en un período álgido. Además, se agregaría a la mayor estabilidad cambiaria que generaba la intervención y a la provisión de liquidez al mercado que se había venido asegurando a través de distintos instrumentos. En opinión del Consejo, reducir la incertidumbre era un imperativo para poder iniciar la recuperación de la economía, reducir la probabilidad de una recesión y evitar que el desempleo se quedara estacionado en niveles elevados. Por cierto, el Banco Central no tenía la posibilidad de reducir esta incertidumbre en sus orígenes, pero al menos podía evitar que se multiplicara a través de su impacto en los mercados.