

Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2019

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 265, celebrada el 7 de junio 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 Felipe Larraín Bascuñán.

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 Subrogante, don Juan Carlos Piantini Cardoso; 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 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 junio. En él se indicaba que la inflación anual del IPC se había mantenido en los últimos meses en niveles del orden de 2%, tanto en su medición total como en la subyacente. A su vez, la actividad había reducido su tasa de expansión anual en el primer trimestre, ubicándose por debajo de lo esperado. Este ajuste se había concentrado especialmente en la minería, la agricultura y otros sectores dominados por factores de oferta. Por el lado del gasto, se había observado una desaceleración importante de la inversión, en particular de maquinaria y equipos, y de las exportaciones. En cambio, el consumo había sostenido el dinamismo previsto. En lo externo, el principal desarrollo desde el IPoM pasado había sido la intensificación del conflicto entre Estados Unidos y sus principales socios

comerciales, lo que había aumentado la aversión al riesgo, afectando la valoración de los activos, las monedas y las materias primas, así como los términos de intercambio para Chile. Esto, en un contexto, en que las cifras de comercio global mostraban un marcado deterioro.

En este IPoM, el Consejo había actualizado las estimaciones de los parámetros estructurales que se utilizaban para la evaluación del estado de la economía, sus perspectivas y sus implicancias para la política monetaria. En lo principal, esto había permitido cuantificar el efecto del fuerte flujo inmigratorio de los últimos años sobre el crecimiento tendencial y potencial, resultando en un incremento de ambos. Por su parte, la TPM neutral se había reestimado a la baja en 25 puntos base, reflejando en parte la caída de las tasas neutrales a nivel internacional y pese al efecto en sentido opuesto que podría esperarse del mayor crecimiento tendencial. Las mayores holguras que se derivaban de la actualización de los parámetros y de la debilidad de la actividad y la demanda en el primer trimestre, eran coherentes con las bajas presiones inflacionarias.

2. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que se había configurado un conjunto de antecedentes que justificaban la necesidad de ampliar el estímulo monetario. En particular, la actualización de los parámetros estructurales indicaba un mayor crecimiento potencial y tendencial, lo que sumado al menor dinamismo de la economía en el primer trimestre resultaba en holguras de capacidad mayores y más persistentes que lo previsto. Se añadía el empeoramiento de las condiciones externas, en especial de los riesgos, y una menor TPM neutral, que se traducía en un estímulo monetario algo menor al previsto.

En ese contexto, cabía discutir cómo se realizaba esta ampliación del estímulo monetario. Una primera opción era señalar que la TPM se mantendría en su nivel actual por un tiempo más prolongado que el comunicado en marzo. Si bien esta opción coincidía con las expectativas de mercado, los Consejeros concordaron en que tenía dos problemas importantes que llevaban a descartarla. Primero, que implicaba una convergencia tardía de la inflación a la meta, lo que era un problema evidente en un contexto en los que riesgos del escenario externo y de la actividad estaban sesgados a la baja. Así, cualquier *shock* que implicara un mayor retraso de la convergencia de la inflación, dificultaría el cumplimiento de la meta en el horizonte de política y requeriría bajas más abruptas de la TPM en el futuro. Segundo, que bajo esta opción, la mayor expansividad de la política monetaria descansaría esencialmente en señales de decisiones futuras,

las que tendrían efectos más acotados que acciones concretas hoy. Un Consejero mencionó que esta segunda aprensión también aplicaba a la opción de mantener en esta Reunión, con un sesgo expansivo, por lo que también la descartaba.

Todos los Consejeros acordaron que, en esta Reunión, las opciones más relevantes eran aquellas que consideraban recortes de la TPM de 50 puntos base. Ello podía concretarse de dos formas. La primera, con una reducción de 25 puntos base y un sesgo que indicara que habría un nuevo movimiento de esa magnitud. La segunda, con una reducción de 50 puntos base y un sesgo neutral que indicara que el próximo movimiento de la TPM dependería de cuánta seguridad se tuviera respecto de la convergencia de la inflación a la meta.

Algunos Consejeros señalaron que, desde el punto de vista de sus impactos macroeconómicos, ambas opciones eran prácticamente idénticas, por lo que la decisión era esencialmente táctica. Además, indicaron que la principal ventaja de la opción de bajar la TPM en 25 puntos base, e incluir un sesgo a la baja, era un menor costo comunicacional. En lo principal, porque podría reducir el riesgo que esta acción se interpretara como una señal más adversa respecto del escenario macroeconómico, en comparación a lo que estaba contenido en el IPoM de junio. Un Consejero resaltó que este riesgo podría ser mitigado por el hecho que el IPoM se divulgaría el lunes siguiente. Todos los Consejeros estimaron que, dado lo sorpresivo que sería la decisión de recortar la TPM, en esta oportunidad era aconsejable incluir mayor información en el Comunicado de la Reunión, en particular, sobre las proyecciones de actividad.

Por otro lado, varios Consejeros mencionaron que la opción de reducir la TPM de manera parcelada no estaba exenta de costos comunicacionales. Por una parte, podría transmitir un cierto condicionamiento del segundo recorte, lo que no era coherente con el escenario base del IPoM. Por ejemplo, podía suceder que los siguientes 25 puntos base se dieran sin peores noticias en el margen, lo que tal vez sería complejo de explicar. Por otra parte, un recorte parcelado podía ser interpretado como un escenario en que se requería una reducción de más de 50 puntos base, lo que tampoco era coherente con el escenario base del IPoM.

Respecto de la opción de reducir la TPM en 50 puntos base, los Consejeros destacaron que si bien sería sorpresivo, era importante dejar en claro que la combinación de factores detrás de la decisión era poco habitual. En particular, por la revisión al alza del crecimiento potencial y tendencial, que se daba junto con una baja de la tasa neutral, en un contexto de baja inflación y desaceleración del crecimiento. Además, se debía dejar claro que en el actual esquema de Reuniones —ocho en el año— este tipo de movimientos de tasas —de 50 puntos base— serían más frecuentes, en parte, porque se podrían acumular

más antecedentes entre Reuniones. Así, tal como ahora era pertinente la opción de bajar 50 puntos base, no podía descartarse que en escenarios distintos se debiera subir la TPM en la misma magnitud sin que ello se debiera interpretar como un temor a un desborde inflacionario inminente.

En suma, todos los Consejeros coincidieron en que ambas opciones resultarían sorpresivas y no había una razón clara que indicara la conveniencia de realizar un ajuste gradual en lugar de realizar todo el ajuste de una vez, acompañándolo de mayores antecedentes en el Comunicado y sujeto a que la divulgación del IPoM mitigaría posibles interpretaciones erróneas.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros concordaron en que la evaluación del escenario macroeconómico no ofrecía dudas respecto de la necesidad de reducir la TPM en 50 puntos base de una vez. Ello era mucho más coherente con el escenario base del IPoM y el conjunto de riesgos, permitiendo mayor seguridad de la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política.

Todos los Consejeros coincidieron en que reducir la TPM en 50 puntos base e indicar un sesgo neutro, permitiría focalizar el análisis venidero en la evolución de la economía y sus implicancias para la política monetaria.

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Marcel, del Vicepresidente señor Vial y de los Consejeros señor García, señora Costa y señor Naudon, reducir la TPM en 50 puntos base, ubicándola en 2,5%.