

Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2019

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 267, celebrada el 3 de septiembre 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, 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; la Gerente de Mercados Nacionales (I), doña Claudia Sotz Pantoja; 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 septiembre. En él se destacaba que, desde el IPoM anterior, la inflación total y subyacente se había mantenido en torno a 2%, en un contexto en que las perspectivas para el escenario macroeconómico se habían debilitado. Ello había incrementado los riesgos para la oportuna convergencia de la inflación a 3%.

Parte importante del cambio en el escenario macroeconómico se debía a la evolución del escenario externo, donde las tensiones comerciales habían aumentado la incertidumbre global, el crecimiento se había desacelerado en distintos países y los volúmenes de comercio habían descendido. La persistencia

y creciente complejidad de los conflictos, así como el predominio de un mayor pesimismo en los mercados, hacían prever que el impulso externo en lo que restaba del año y buena parte del 2020 sería bastante inferior al considerado en el IPoM de junio.

Por su parte, en el segundo trimestre la actividad y la demanda interna habían crecido por debajo de lo esperado. Si bien parte de ello se había debido a factores puntuales en algunos sectores, destacaba el menor avance del consumo y un deterioro de sus fundamentos, incluyendo el menor dinamismo del empleo asalariado privado y expectativas de consumidores que habían retrocedido respecto de comienzos de año. Si bien la inversión se mostraba algo más dinámica en el margen, ello se asociaba principalmente a los grandes proyectos mineros, mientras que el deterioro de las expectativas empresariales, la depreciación del peso y el mal desempeño de la bolsa llevaban a anticipar un crecimiento menor que el considerado previamente para este componente del gasto para el resto del año. Con ello, las mayores tasas de crecimiento del segundo semestre se darían principalmente por las bajas bases de comparación de 2018, y no por una reaceleración relevante de la economía. Esto implicaba una brecha de actividad que permanecía abierta por más tiempo. Todo esto ocurría en un contexto en que la inflación total y subyacente seguía en niveles reducidos, en particular en su componente más ligado a dichas holguras.

Respecto del escenario externo, hubo concordancia en destacar que, más allá de que los datos en el margen hubieran sido algo peores, lo más relevante era el deterioro de las perspectivas de mediano plazo, en gran parte ligadas al escalamiento de la guerra comercial. Se resaltó un contexto de bastante mayor incertidumbre, que se había transformado en algo persistente y estaba teniendo consecuencias negativas sobre la inversión, el comercio y otras variables macro relevantes. La debilidad de varias economías emergentes ante este panorama se había hecho patente, como se reflejaba en la corrección del crecimiento para Asia y América Latina. Se añadió que, si bien aún se estaba lejos de una recesión internacional, el cambio del escenario internacional era suficiente para modificar significativamente el impulso externo relevante para la economía chilena. En particular, no se vislumbraban elementos que permitieran anticipar una reversión de este escenario.

Respecto del escenario interno, se destacó que el primer semestre había mostrado una recuperación de la economía bastante más débil que la esperada. Aunque tras de ello seguían prevaleciendo principalmente factores de oferta, también se observaba un menor crecimiento en sectores como la industria. Las mayores

sorpresas venían por el lado de la demanda, en particular porque lo ocurrido con el consumo en el segundo trimestre obligaba a revisar su dinamismo futuro. Por una parte, se constataba un deterioro de las expectativas, cifras bajo lo esperado en el sector comercio y un menor crecimiento de las colocaciones de consumo. Por otra, la masa salarial seguía creciendo más que el consumo. Se coincidió en que la evolución del mercado laboral requería especial atención. La información disponible indicaba escasas presiones salariales y un incremento del empleo que se daba con una importante participación de la ocupación por cuenta propia, todo esto en medio de un escenario donde la lectura del mercado laboral era compleja dado el *shock* inmigratorio.

Hubo concordancia en que los desarrollos externos e internos llevaban a un escenario donde en el 2019 y 2020 la economía chilena tendría un crecimiento menor que el estimado previamente, lo que afectaba la evolución de la brecha de actividad y ponía en peligro la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. Ello se reflejaba, en parte, en el comportamiento reciente de la inflación, cuyo componente de servicios SAE, más sensible a las holguras de capacidad y las remuneraciones, se había desacelerado significativamente.

Se discutió acerca de las dudas respecto de la evolución prevista para la brecha de actividad y sus implicancias para la inflación y la política monetaria. Por un lado, el escenario base consideraba que a partir del próximo año el crecimiento económico retomarí­a mayor dinamismo. Por otro lado, había incertidumbre respecto de la medición del PIB potencial, en un contexto donde el crecimiento de la productividad podría ser menor que lo estimado y donde parecía que los lastres para la inversión y la recuperación del mercado laboral podían ser algo mayores. Dichas visiones tenían implicancias contrapuestas para la inflación y la política monetaria, pues la primera implicaba una política monetaria más expansiva que la contemplada en el escenario base, mientras que la segunda llevaba a presiones inflacionarias menores y, por lo tanto, a una política monetaria menos expansiva. La gran incertidumbre respecto de la medición de la brecha, especialmente en un contexto de significativos flujos migratorios, llevaba a que, en opinión de un Consejero, la evolución de la brecha no podía ser un argumento suficiente para decidir un cambio en el estímulo monetario. Un Consejero apuntó que la relevancia de la estimación de brecha dependía del estado del ciclo. A su juicio, cuando se estaba en una economía que aparentemente estaba acelerándose (o desacelerándose) —y creciendo más (menos) que el tendencial o que el potencial— y cuya inflación también estaba aumentando, tener una estimación de la magnitud de la brecha era quizás más importante que en una situación como la actual, donde la economía estaba creciendo menos que

el potencial y la inflación estaba por debajo de la meta de manera bastante persistente. Algunos Consejeros coincidieron en que, actualmente, la dirección de la política monetaria era bastante clara e indicaba la necesidad de una mayor expansividad monetaria, por lo que la medición más precisa de la magnitud de la brecha tenía menos valor.

2. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que la evolución del escenario macroeconómico y sus perspectivas dejaban en claro que para asegurar la convergencia de la inflación a la meta se requería una reducción de la TPM. Esto, en un contexto donde la economía mundial atravesaba claramente por un escenario de mayor riesgo y desaceleración, cuyo principal canal de transmisión interno era el deterioro de las expectativas y las condiciones financieras, a lo que se sumaba un escenario local que tampoco cooperaba en reducir la incertidumbre para las decisiones de consumo e inversión. Todos los Consejeros concordaron en que la magnitud de la mayor expansividad aún era materia de discusión, pero que el análisis del IPoM indicaba que al menos parecía necesaria una reducción de la TPM de entre 50 y 75 puntos base (pb).

El Consejo consideró que las opciones plausibles eran una reducción de 25, de 50 o de 75pb.

Todos los Consejeros coincidieron en que dado que no había dudas de la necesidad de rebajar la TPM, la decisión pasaba más bien por aspectos tácticos y comunicacionales. Al respecto, todos los Consejeros concordaron en que la opción de bajar 75pb era compleja. Si se hacía con un sesgo neutro, se darían señales de certezas respecto de cuál era la magnitud efectiva del impulso monetario requerido, las que parecían incompatibles con los riesgos a la baja del escenario base. Varios Consejeros agregaron que una decisión de este tipo corría el riesgo de generar interpretaciones polares: o bien podía transmitir un grado irreal de certeza en las proyecciones y decisiones del Consejo, o bien podía generar mayor incertidumbre, al alimentar interpretaciones de un grado mayor de vulnerabilidad de la economía chilena que la correspondiente. Esta última visión podría exacerbarse si se tomaba la decisión de reducir 75pb con sesgo a la baja.

Sobre las opciones de bajar la TPM en 25 o 50pb, todos los Consejeros concordaron en que eran coherentes con el escenario base y presentaban menos problemas comunicacionales, pues dejaban abierta la puerta a nuevos ajustes dado el sesgo expansivo que se consideraba en cualquiera de las dos. No obstante, varios Consejeros estuvieron de acuerdo en que reducir la TPM en 25pb no era la mejor opción, pues corría el riesgo de transmitir una excesiva prudencia o pasividad del Banco, en un momento en que el escenario económico estaba cambiando con rapidez y que el análisis del IPoM sugería un incremento del impulso superior a 25pb. En su opinión, una decisión de ese tipo podría poner en cuestión la función de reacción del Consejo y generar dudas respecto del verdadero espacio de política con el que se contaba, lo que podría incidir sobre las percepciones de riesgo para la economía chilena. Un Consejero indicó que la diferencia fundamental entre una y otra opción era la señal que entregaba. En ese sentido, una rebaja de 50pb podía dar cuenta de una urgencia, lo que se atenuaba, pues era una decisión anticipada por el mercado. Un Consejero agregó que la opción de reducir la TPM en 50pb era la más coherente con la decisión de la Reunión de julio. Recordó que allí se había comunicado un sesgo expansivo, difiriendo un ajuste de la TPM para cuando la evolución del escenario externo y los datos del primer semestre pudieran enmarcarse en una trayectoria previsible para la política monetaria, respaldada por proyecciones de mediano plazo. Desde julio hasta ahora, el escenario externo había empeorado y las cifras de actividad, demanda interna y precios habían estado por debajo de lo previsto, lo que justificaba plenamente un ajuste de la TPM algo más robusto.

Un Consejero estimó que, en ciertos aspectos, la opción de bajar 25pb se imponía a la de bajar 50pb. A su juicio, los grados de incertidumbre eran importantes, y así como no podían descartarse escenarios más negativos, tampoco era posible descartar escenarios más positivos. En su opinión, la necesidad de rebajar la TPM con tanta premura se matizaba, porque la inflación había comenzado a subir hacia la meta y el saldo de la cuenta corriente medido a precios de tendencia era elevado. Se agregaba que la probabilidad de un escenario algo mejor no era despreciable. La persistencia de la debilidad del consumo podría desaparecer por el efecto de las mejores condiciones financieras, por el impacto de una masa salarial que crecía algo más que el consumo o por el probable aumento del consumo de los inmigrantes, una vez que comenzaran a consolidar su inserción laboral en Chile. Algo similar podría ocurrir con la inversión, pues los antecedentes que brindaba el catastro de la Corporación de Bienes de Capital habían tendido a reforzar la idea de un mayor dinamismo de la inversión.

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 reducir la TPM en 50pb, hasta 2%. Además, concordaron en que se podría requerir una ampliación del estímulo monetario, lo que sería evaluado en las próximas Reuniones a la luz de la evolución del escenario macroeconómico.

Hubo acuerdo entre los Consejeros que esta decisión era plenamente coherente con el análisis del IPoM, que arrojaba la necesidad de ampliar el estímulo monetario para asegurar la convergencia de la inflación. Al mismo tiempo, más allá de la magnitud del movimiento en esta Reunión, era un cambio coherente con las expectativas de mercado, que también anticipaban la necesidad de reducir la TPM. Por último, los Consejeros coincidieron en que una reducción de 50pb los dejaba en una posición más cómoda para evaluar el impulso monetario que se necesitaría en adelante.