

Reunión de Política Monetaria

MARZO 2018

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 255, celebrada el 20 de marzo de 2018.

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 Política Financiera, doña Solange Berstein Jáuregui; la Gerente de División Estadísticas, doña Gloria Peña Tapia; 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 Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; el Asesor del Ministerio de Hacienda, don Hermann González Bravo; y la Secretario General, doña Marlays 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 marzo. En lo principal, estos mostraban que el crecimiento de la actividad había aumentado en los últimos meses, en particular en los sectores no mineros. La revisión de los datos de Cuentas Nacionales mostraba que el crecimiento de los sectores no mineros había retomado un mayor dinamismo en la segunda mitad del 2017, después de un lento inicio de año. Con esto, el crecimiento del 2017 había sido, en promedio, similar a lo previsto, pero con una composición que otorgaba un mejor punto de partida para el 2018, lo que tenía relevancia para la revisión de la proyección de crecimiento del año en curso. En lo externo, el impulso relevante para la economía chilena se había consolidado en niveles por sobre lo previsto, con condiciones financieras favorables, un crecimiento mundial que sería superior al de años previos y precios de materias primas que se habían sostenido en niveles por sobre los de un año atrás. A principios de febrero se había registrado un período de mayor volatilidad, con caídas de los precios de los activos riesgosos y mayor incertidumbre global. No obstante, este lapso

había sido de corta duración y sus efectos habían tenido poca persistencia. En lo interno, durante los últimos meses la inflación se había comportado en línea con lo previsto, manteniéndose en torno a 2%. No obstante, en las proyecciones del nuevo escenario base, la convergencia de la inflación a 3% sería más lenta que lo considerado en diciembre, dada la apreciación adicional del peso de los últimos meses. Hacia el 2019 y el 2020, estas proyecciones consideraban que la inflación se aceleraría, en buena parte porque la economía iría cerrando su brecha de actividad de manera sostenida. Esto, consideraba que en promedio, la economía crecería por sobre su potencial en el período 2018-2020. Respecto de la política monetaria, el Consejo había mantenido la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 2,5% durante los últimos meses y, en el escenario base, estimaba que el estímulo monetario se mantendría en torno a sus niveles actuales y comenzaría a reducirse en la medida que las condiciones macroeconómicas fueran consolidando la convergencia de la inflación hacia 3%.

En cuanto a la discusión de estos antecedentes, en el plano externo, varios participantes destacaron que si bien se habían observado ajustes de precios asociados a mejores perspectivas del mundo desarrollado, en nada alteraban el escenario global relevante para Chile. Algunos participantes hicieron hincapié en que la superación de las expectativas del escenario global estaba provocando que algunos riesgos a la baja comenzaran a recibir más atención, especialmente en los mercados financieros. Un participante resaltó los riesgos derivados de una expansión fiscal adicional en EE.UU. cuando ya había síntomas de desaparición de las holguras, que, junto con acentuar el déficit externo, podría agregar presiones inflacionarias. También destacó, por sus implicancias de mediano y largo plazo, los riesgos por las medidas proteccionistas aplicadas por EE.UU.

Respecto de la inflación y sus determinantes, los participantes destacaron que en los meses recientes la inflación se había mantenido en la trayectoria esperada y que en lo más próximo se observaría una trayectoria algo inferior por el impacto de la reciente apreciación del peso. Todos los participantes destacaron que la inflación total seguía siendo reducida, lo mismo que la inflación subyacente, y, por lo tanto, seguía existiendo el riesgo de que esta baja inflación persistiera por más tiempo que lo previsto. Algunos participantes añadieron que si bien había cierto grado de sorpresa por la velocidad de la recuperación de la actividad económica, la estimación del nivel actual de la brecha y la evaluación de sus implicancias para las presiones inflacionarias no eran muy distintas de lo considerado en diciembre. Si a esto se le agregaba que el tipo de cambio real continuaba en un nivel relativamente apreciado, surgía claramente que los riesgos para la inflación aún estaban presentes. Un participante destacó que, de todos modos, la incorporación del mayor crecimiento en las expectativas

económicas había ido reduciendo los argumentos para una apreciación adicional del peso. De hecho, en las semanas previas a esta Reunión había experimentado más bien una depreciación.

Todos los participantes resaltaron que el desempeño reciente y esperado de la actividad, y su efecto sobre el cierre de la brecha de actividad, reducía los riesgos para la inflación. Así, se resaltó que a dos años plazo las perspectivas de crecimiento indicaban que se daría un cierre de la brecha que facilitaba la convergencia a la meta con la actual TPM. Se indicó que, de hecho, las expectativas de inflación reflejadas en precios de mercado a plazos más largos habían variado muy poco en respuesta a la apreciación más reciente del peso. Se destacó, además, que estas perspectivas para la actividad estaban apoyadas por la consolidación de la recuperación de la inversión, un mayor dinamismo de las exportaciones y un consumo que permanecía dinámico, todo esto apoyado por favorables condiciones financieras. Un participante llamó la atención sobre los riesgos relacionados con el mercado laboral. Mencionó que si bien las cifras de empleo habían tendido a mejorar en el margen más allá de la composición sectorial, los salarios nominales habían continuado, en cierta forma, creciendo a tasas bastante reducidas, lo que reducía las presiones alcistas en los precios y era un factor a tomar en consideración en decisiones futuras.

2. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que, dada las condiciones económicas actuales (detalladas en el escenario base del IPoM), la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte habitual era coherente con mantener una política monetaria expansiva, en línea con lo que esperaban las diversas encuestas de expectativas. Esto era, una mantención de la TPM en sus niveles actuales durante este año y una normalización gradual hacia sus niveles neutrales hacia adelante. Algunos Consejeros consideraron que la opción de aumentar el estímulo monetario seguía siendo válida, en un contexto donde se esperaba que la inflación se mantuviera bajo la meta por un buen tiempo y donde la brecha de actividad permanecía en terreno negativo. En particular, porque si bien el riesgo para la convergencia de la inflación era claramente menor que en el pasado, todavía seguía presente. Los principales argumentos a favor y contra de cada una de estas opciones fueron los siguientes:

Opción 1: mantener la TPM en 2,5%

Todos los Consejeros coincidieron en que esta opción era coherente con el escenario base del IPoM de marzo y, en particular, con la estrategia de política monetaria allí delineada. Por esta razón, y por su alineamiento con las expectativas de mercado para el cuadro macroeconómico de los próximos meses, aseguraba credibilidad y efectividad. Además, ofrecía espacios para una reacción oportuna en caso de darse algunos de los escenarios de riesgo más probables.

Opción 2: reducir la TPM en 25 puntos base

Algunos Consejeros concordaron en que esta era una opción que se justificaría desde una perspectiva de manejo de riesgos, especialmente mientras la inflación subyacente se mantuviera bajo el rango de tolerancia y se previeran bajas tasas de inflación por un período significativo. Sin embargo, tomar esta opción tenía el problema de ser muy compleja de explicar dada las decisiones previas del Banco y las novedades del escenario macroeconómico. En particular, porque la inflación no había experimentado *shocks* adicionales a la baja y el escenario de crecimiento se había afirmado, lo que apuntaba claramente a una disminución de los riesgos para la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. Además, dada la evolución del escenario macro, era muy probable que la decisión de una baja debiera revertirse en el corto plazo, lo que reducía la efectividad de dicha acción y la hacía más confusa y difícil justificar.

3. Decisión de política monetaria

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%.