

# Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2016

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°241, celebrada el 13 de diciembre de 2016.**

Asisten el Presidente don Mario Marcel Cullell, el Vicepresidente don Sebastián Claro Edwards y los Consejeros don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y don Pablo García Silva.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

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; el Gerente de División Política Financiera, don Claudio Raddatz Kiefer; 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 Modelación y Análisis Económico, don Elías Albagli Iruretagoyena; el Gerente de Investigación Económica, don Diego Saravia Tamayo; 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; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Claudio Soto Gamboa; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista Senior doña Natalia Gallardo Schnettler; y la Secretaria General, doña Marlys 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>.

Del análisis realizado para del IPoM de diciembre se desprendería lo siguiente:

En el ámbito externo, una combinación de condiciones financieras algo más estrechas, mejores términos de intercambio y un panorama de actividad mundial que había evolucionado en línea con lo esperado, debería entregar un impulso a la economía local no muy diferente del previsto en septiembre. Sin embargo, la probabilidad de desviaciones de dicho escenario había aumentado, introduciendo un grado mayor de incertidumbre a las proyecciones. En particular, la probabilidad de escenarios menos favorables para economías emergentes era mayor.

En lo interno, si bien las condiciones financieras locales habían mejorado respecto del marcado deterioro observado en la Reunión pasada y permanecían atractivas desde una perspectiva histórica, eran menos holgadas que hace algunos meses.

Se preveía que este año, la actividad sería algo más lenta, principalmente por un mal desempeño de la minería. La evolución del resto de los sectores no había sido muy distinta de lo anticipado. Eso sí, el bajo dato de Imacec del mes de octubre había prendido ciertas alertas. Dada la volatilidad de la serie y que el comportamiento de variables relacionadas con la demanda no presentaba sorpresas, era difícil inferir cambios significativos en la tendencia de crecimiento de la economía a partir de ese dato. Sin embargo, expectativas económicas que permanecían muy deprimidas, la mayor incertidumbre del escenario macro, las condiciones financieras de mediano plazo algo más estrechas y la menor velocidad en la punta, llevaban a corregir a la baja en algo el crecimiento del 2017. Con todo, se seguía esperando una recuperación de las tasas de crecimiento hacia niveles en torno al potencial hacia fines del 2017, lo que, no obstante, era en sí mismo un factor de incertidumbre.

Se preveía que la inflación se ubicaría en la parte baja del rango de tolerancia, impulsada por una reducción importante de la inflación SAE. A mediano plazo, la dinámica inflacionaria se estimaba similar a la prevista en septiembre, en parte importante porque no había habido una reevaluación mayor de la brecha de actividad.

En este contexto, era razonable que la orientación general de la política monetaria no variara sustantivamente. Esto es, se requería continuar proveyendo impulso monetario a la economía, el que debía irse deshaciendo en la medida que

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

las condiciones se normalizaran. Con todo, del análisis se desprendía que la combinación de una menor inflación y una actividad algo más débil en la punta, sugería que era adecuado considerar un recorte adicional de 50pb durante los meses siguientes; muy en línea, por lo demás, con las expectativas de mercado.

Así, las opciones relevantes para esta Reunión eran bajar 25pb, llevando la tasa a 3,25%, o mantenerla en su nivel actual, comunicando un sesgo a la baja. Las virtudes de una u otra acción se relacionaban con la conveniencia de una trayectoria más o menos *front-loaded* para la tasa de interés, discusión que, a juicio de la División Estudios, se debía enmarcar dentro del análisis del balance de riesgos y de los costos asociados a los mismos.

La opción de bajar la TPM se justificaba en que, como se desprendía de los ejercicios de sensibilidad realizados para el IPoM, era más probable que se observaran desviaciones del escenario base donde se requeriría un mayor impulso monetario, por lo que trayectorias que anticiparan las bajas dejaba al Banco en mejor posición para enfrentar dichos escenarios. El costo era que, de darse un mejor escenario, se debería deshacer parte del estímulo con mayor rapidez, especialmente si se comprometía la convergencia de la inflación. Sin embargo, este riesgo parecía acotado, toda vez que se esperaba una trayectoria de la inflación que la ubicaría por un tiempo prolongado en la parte baja del rango de tolerancia. Adicionalmente, como se había mencionado en ocasiones anteriores, el Banco tenía la capacidad para revertir el curso de política si así se requería, compensando el mayor impulso monetario con una acción, en sentido contrario, más decidida en el futuro. En contra de esta opción, estaba que el mercado, si bien espera una mayor expansividad en el futuro, no preveía cambios en esta Reunión, lo que implicaba un cierto riesgo para la comunicación.

Mantener la tasa en 3,5% era también coherente con el escenario base de proyección, que consideraba una ampliación del impulso monetario en los meses siguientes, pero no necesariamente en esta Reunión. Además, dado que los niveles actuales de tasa eran bajos, esperar algún tiempo para recabar información podía ser útil y no debería generar problemas importantes. Por último, esta opción no sorprendería al mercado, el que no esperaba movimientos para esta Reunión. En contra de esta opción, estaba que si finalmente se daba el escenario que requeriría un mayor estímulo para asegurar la convergencia de la inflación, al no haberse movido la tasa en esta Reunión, se corría el riesgo de quedar detrás de la curva. De todas maneras, si se consideraba la opción de mantener como la más adecuada, era importante comunicar que, si bien no había cambios esenciales en las proyecciones, el escenario base consideraba

una trayectoria algo menor que la supuesta en el IPoM de septiembre y similar a la esperada por el mercado. Esto es importante, toda vez que en el contexto actual no parecía conveniente generar un alza de la curva de tasas de interés.

## 2. Decisión de política monetaria

---

En el plano externo, un Consejero resaltó que el escenario base presentado en los Antecedentes consideraba mayores peligros para Chile desde el frente externo. A su juicio, lo que dominaba ese sesgo negativo era la percepción de que el estímulo fiscal en Estados Unidos obligaría a la Reserva Federal (Fed) a endurecer su política monetaria, lo que se comenzaba a reflejar en la trayectoria al alza para las tasas que estaba incorporada en las expectativas de mercado. Esto se traduciría en condiciones financieras más negativas para países emergentes. Indicó que tendía a coincidir con esa visión, pero con una salvedad relevante: era también muy posible que las tendencias señaladas tardaran algún tiempo en manifestarse en tasas de interés más elevadas, por lo que podría ser que el escenario vigente durante el horizonte de proyección fuera algo más benigno. Agregó que para Chile, era fundamental lo que ocurriría con el precio del cobre, que en el corto plazo, al menos, se tendía a comportar como el precio de un activo financiero y dependía críticamente de las expectativas de los agentes económicos. Si estos precios se mantenían por algunas semanas y no había cambios significativos en las tasas de interés, se podría configurar un escenario global algo más positivo para Chile, al menos en el 2017. Por cierto, un mensaje más agresivo de la Fed en su reunión de diciembre podría alterar radicalmente ese cuadro.

Un Consejero destacó que luego de varias semanas dominadas por movimientos importantes en los mercados financieros, esta Reunión permitía observar con algo de mayor distancia lo ocurrido en torno a la elección en Estados Unidos y sus efectos sobre las economías emergentes. Señaló que, por una parte, se había consolidado la visión de un alza de tasas en Estados Unidos, lo que evidentemente debiera verse refrendado en la reunión de la Fed que se realizaba en ese momento. Sin embargo, agregó que, en su opinión, lo más importante era que no podía descartarse que la Fed prosiguiera con la normalización de las tasas a un paso algo más acelerado que lo anticipado. Esto, en respuesta a una economía que había dado nuevas señales de dinamismo y donde las presiones inflacionarias de mediano plazo parecían haber aumentado. Lo anterior había contribuido además a una importante apreciación del dólar en los mercados globales. Por otra parte, prosiguió, el aumento en el precio de los *commodities*

había perdurado y las primas por riesgo de países emergentes habían retrocedido en el margen, aunque se encontraban en niveles algo superiores a los de un mes atrás, y continuaban las salidas de capitales de los países emergentes. Con todo, algunas señales de deterioro en las condiciones financieras se observaban para economías emergentes, pero, a su juicio, en términos globales, las perspectivas de crecimiento se habían estabilizado y, obviamente, existía mucha incertidumbre respecto de estos desarrollos.

Un Consejero destacó que si bien las primeras reacciones a los resultados de la elección en Estados Unidos se habían ido matizando en las últimas semanas, la prevalencia de mayores niveles de incertidumbre y perspectivas de un cambio en el mix de políticas en ese país habían generado condiciones financieras más restrictivas que las previstas en el IPoM pasado. En su opinión, el impacto de estos cambios sobre la economía chilena dependía, por cierto, del grado en que las mayores tasas de interés externas se traspasaran al mercado financiero local, y de allí a empresas y consumidores. En todo caso, agregó, los niveles de endeudamiento de algunos agentes, compensados hasta ahora por bajos costos del crédito, los hacía más vulnerables a un cambio hacia condiciones financieras más restrictivas.

En el plano local, un Consejero indicó que la nueva información conocida ofrecía diversas lecturas. Si bien la inflación no había presentado sorpresas relevantes en noviembre, en la actividad se veían datos contradictorios. Por una parte, la variación anual negativa del Imacec en octubre había estado muy influida por una fuerte sorpresa negativa en minería, pero también por descensos bastante generalizados en otros sectores. Por otra, los datos más ligados a la evolución de la demanda final, como las ventas de durables, las importaciones y las colocaciones bancarias, sugerían la mantención del ritmo de crecimiento previo, o incluso alguna aceleración en el margen. A su vez, los datos del mercado del trabajo mostraban una mantención de tendencias previas: el crecimiento del empleo se concentraba en el trabajo por cuenta propia y los salarios seguían una suave desaceleración, coherente con los patrones de indexación habitual.

Un Consejero resaltó que en el mercado local se había observado una reversión de parte del alza de las tasas largas observada hace unas semanas, una corrección a la baja de las tasas nominales cortas y un alza de la bolsa. A su juicio, esto, junto con la trayectoria cambiaria y el aumento del precio del cobre podrían ser anticipatorias de buenas señales hacia adelante. Por lo mismo, creía que no se debía negar el contenido informativo que estos movimientos en los precios de los activos podían estar indicando. De todos modos, continuó, existían buenas razones para subponderar muchos de esos antecedentes en las circunstancias actuales. Entre ellas, costaba justificar el alza del precio del cobre y, por lo tanto,

la corrección a la baja en el escenario base del IPoM era adecuada. A su vez, las cifras de actividad eran mixtas, y algunas habían mostrado mayor debilidad, justificando una precaución mayor en torno a la velocidad de recuperación de la economía chilena hacia el 2017. Por otra parte, la mayor rapidez con la cual había caído la inflación también podría estar reflejando que el efecto cambiario dependía en parte importante del estado del ciclo de la economía y, por lo tanto, no era descartable que la mayor rapidez de la caída de la inflación fuera también reflejo de esa mayor debilidad.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que las opciones planteadas eran las adecuadas. Un Consejero señaló que la necesidad de incrementar el estímulo monetario era bastante más evidente que en meses anteriores. La conjunción de una economía creciendo por debajo de su tendencia y un tipo de cambio real apreciado estaban induciendo presiones desinflacionarias que eran bastante inambiguas. Esto era coherente con que el escenario base de proyección del próximo IPoM contemplara, como supuesto de trabajo, un recorte de hasta 50pb de la TPM. La pregunta, añadió, era sobre la oportunidad de dicho ajuste. En su opinión, los cambios en las trayectorias previstas para el crecimiento y la inflación eran lo suficientemente significativos y persistentes para justificar una trayectoria de tasas menor a la considerada en el IPoM anterior. Por lo mismo, creía que el peso de la opción de bajar la TPM en esta Reunión era evidentemente mayor, y por razones de coherencia se debía actuar en esa dirección. Además, prosiguió, las expectativas de mercado ya señalaban con claridad que se producirían bajas de la TPM, por lo que reducirla en esta Reunión no sería una sorpresa total y tampoco hacía necesario incluir, de forma previa a mover la TPM, un sesgo en la comunicación. Como los riesgos asociados a esta decisión estaban claramente sesgados en una dirección y no se avizoraba un quiebre en el proceso de desinflación y crecimiento lento —de hecho, las noticias más bien habían ido sorprendiendo en la dirección opuesta—, no actuar en esta Reunión implicaba que aumentaría la probabilidad de tener que actuar con mayor agresividad en los meses venideros, por lo que se inclinó por bajar la tasa.

Un Consejero destacó que el escenario base de proyección del IPoM que se publicaría próximamente no cambiaba significativamente en términos de la trayectoria de inflación y crecimiento a plazos más largos. Asimismo, el balance de riesgos sugería que había aumentado la probabilidad de un escenario global más desfavorable para Chile de lo que sugerían los datos recientes. Agregó que coincidía en que eso era bastante probable, pero creía peligroso actuar en forma preventiva cuando también había una probabilidad significativa de que la situación global fuese mejor en los próximos meses. Con todo, indicó que estimaba que la opción de mantener la TPM presentaba ventajas claras.

Entre otras, porque ya se estaba con una tasa baja, que otorgaba un estímulo relevante. Ello permitía esperar y evaluar con nueva información al menos dos elementos que eran importantes. Primero, si los datos de actividad de octubre representaban un cambio de tendencia o una anomalía; segundo, si persistían las condiciones financieras globales, incluido el precio del cobre. Añadió que si se daba el escenario base del IPoM, con un precio del cobre más bajo y condiciones externas más desfavorables, así como una recuperación muy lenta de la actividad interna en los próximos meses, se justificaría una posible baja en la TPM en los meses venideros. Sin embargo, ello era condicional a que efectivamente se materializara ese escenario, lo que debería quedar mucho más claro en poco tiempo.

Un Consejero indicó que la suma de estos antecedentes, incluido el escenario base del próximo IPoM, llevaba a considerar con mayor claridad la posibilidad de una baja en la TPM. Ello, teniendo en cuenta las débiles perspectivas de recuperación y su impacto en la inflación. A su juicio, la magnitud y temporalidad de un ajuste en la TPM dependía crucialmente de la información que se recibiera y cómo afectara la inflación hacia adelante. En todo caso, con los antecedentes actuales y los planteados en el IPoM, las perspectivas actuales sugerían que el espacio para reducir la TPM, por ahora, podría considerarse como acotado.

Un Consejero destacó que las opciones de mantener o reducir la TPM ya habían sido discutidas desde septiembre a la fecha, fundamentadas en una trayectoria de la inflación por debajo de lo previsto en el último IPoM, a lo que ahora se sumaban cifras de actividad para octubre considerablemente inferiores a lo previsto. Esto, llevaba a proyectar una economía más débil para el último trimestre del 2016 y el primero del 2017, así como una inflación que en su medición subyacente se mantendría próxima al 2% durante buena parte del próximo año. A su juicio, aunque no cambiaba la factibilidad de una aceleración del crecimiento en el transcurso del 2017 y una convergencia de la inflación a la meta a partir de inicios del 2018, los cambios eran suficientes para modificar materialmente las cifras proyectadas para el conjunto del próximo año. Del mismo modo, la oportunidad y el vigor de esa recuperación estaban sujetos a los escenarios de riesgo a los que estaba expuesta la economía chilena. Riesgos, agregó, vinculados al comportamiento del mercado del trabajo y los mercados financieros. En el caso del primero, cabía destacar que mientras la inversión explicaba buena parte de la desaceleración de la demanda interna en los últimos años, el consumo le había dado un soporte, apoyado en un crecimiento moderado pero sostenido de la masa salarial. No obstante, frente a una nueva desaceleración de la actividad no podía descartarse un deterioro adicional del mercado del trabajo, con consecuencias sobre el consumo, la demanda y la

actividad. En lo externo, si bien se había incrementado la posibilidad de mejores términos de intercambio de la mano de un mayor precio del cobre, el escenario para la economía chilena en el 2017 se veía menos favorable que en el IPoM de septiembre. A ello se suma un panorama de riesgos más orientado a la baja, lo que, de materializarse, significaría postergar más aún el cierre de la brecha de actividad y la divergencia en la trayectoria de la inflación. En estas circunstancias, agregó, si bien le parecía prudente mantener la TPM en esta Reunión, le parecía igualmente responsable comunicar que, de confirmarse las tendencias que se vislumbraban, particularmente en lo referente a la trayectoria de la inflación, se haría necesario un impulso monetario adicional.

### 3. Acuerdo

---

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Marcel, del Vicepresidente señor Claro y del Consejero señor Vial mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,5%. El Consejero señor García votó por reducirla en 25 puntos base.