

# Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 2017

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°249, celebrada el 17 de agosto de 2017.**

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

Asiste el Ministro de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

Asisten también el Gerente General Subrogante, Fiscal y Ministro de Fe, don Juan Pablo Araya Marco; el Gerente de División Estudios, don Alberto Naudon Dell'Oro; la Gerente de División Política Financiera, doña Solange Berstein Jáuregui; el Gerente de División Mercados Financieros, don Beltrán de Ramón Acevedo; la Gerente de División Estadísticas, doña Gloria Peña Tapia; el Abogado Jefe de Servicios Legales, don Mauricio Álvarez Montti; 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 Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; 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; la Asesora del Ministerio de Hacienda, doña María Francisca Pérez Veyl; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; el Economista Senior don Carlos Medel Vera; y la Secretario 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>.

En términos generales, las noticias de agosto confirmaban el diagnóstico realizado en el mes previo. La inflación se había ubicado por debajo de lo

esperado por sorpresas en los elementos más volátiles (especialmente frutas y verduras), mientras que la inflación subyacente —IPCSAE— mostraba un comportamiento en línea con lo esperado. La actividad había sido algo más débil, aunque asociada a factores que no se percibían persistentes, por lo que se seguía anticipando una recuperación del ritmo de crecimiento en los trimestres venideros. Los fundamentos que sustentaban esta visión continuaban plenamente vigentes: el fin del ciclo de desinversión en minería, una situación financiera adecuada de los distintos agentes, una economía balanceada desde un punto de vista macro, un escenario externo que proveería un impulso a la economía y una política monetaria expansiva.

No obstante, algunos elementos sugerían que el riesgo de una recuperación más lenta había crecido. Destacaba una percepción de algo mayor debilidad en la construcción y una acumulación de inventarios que se percibía como excesiva por algunos agentes. También había incertidumbre respecto de si tras la mayor debilidad del segundo trimestre existían algunos componentes de mayor persistencia, o si, como sugerían los datos, se explicaba por factores estacionales y *shocks* puntuales de oferta en los sectores de industria y agro. Se sumaba a lo anterior que la reciente apreciación del peso podría intensificarse, configurando un escenario donde la inflación se ubicaría por debajo del rango de tolerancia por un tiempo prolongado. Con todo, cabía recordar que la reacción de la política monetaria al movimiento del tipo de cambio distaba de ser obvia. Por lo pronto, la apreciación podría estar reflejando perspectivas de una mayor solidez de la actividad en el futuro. Sin embargo, también se debía tener en cuenta que en un contexto de sorpresas a la baja en la inflación, de reducción de las expectativas inflacionarias para el año siguiente y de debilidad de la actividad, escenarios donde la inflación se ubicara por debajo del rango de tolerancia por un tiempo prolongado serían complejos de tratar. Cabía destacar que en el mercado no se percibían dudas sobre la convergencia de la inflación a la meta, como se desprendía de las compensaciones inflacionarias a plazos largos y las principales encuestas.

Las opciones presentadas por la División Estudios fueron mantener la tasa de política monetaria en 2,5%, acompañando la decisión de un sesgo neutro, o bajarla 25 puntos base (pb), a 2,25%, con un sesgo a la baja. La primera opción se justificaba, principalmente, en que el análisis de las diferencias entre la evolución efectiva y esperada de los datos desde el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio, así como los cambios en los supuestos del escenario internacional y fiscal incluidos en la primera ronda de proyecciones del IPoM de septiembre, no sugerían desviaciones significativas del escenario de convergencia de la inflación. Este consideraba una inflación subyacente baja por varios meses y una recuperación muy gradual de la actividad en los sectores resto, lo que requería

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

de una política monetaria expansiva, con tasas que se ubicarían por debajo de la neutral por un tiempo prolongado. Esta trayectoria asumía que la TPM se mantendría en su nivel actual por un periodo prolongado y que comenzaría a normalizarse hacia fines del 2018 o inicios del 2019, en la medida que las brechas de actividad comenzaran a cerrarse.

La segunda opción, por su parte, se sustentaba en un argumento de manejo de riesgos y no era una reacción a un cambio relevante del escenario base o a algún dato específico de los últimos meses, por más sorpresivo que este hubiera sido. La ampliación preventiva del estímulo monetario se justificaba en la percepción de que la probabilidad de un retraso de la recuperación del crecimiento, y sus consecuentes efectos sobre la convergencia de la inflación a la meta, había aumentado. El actual contexto hacía que este escenario de riesgo fuera más costoso que el de una recuperación más rápida y por eso se consideraba en las opciones.

Respecto del sesgo a la baja asociado a esta opción, se basaba en la idea que si lo que se buscaba era actuar preventivamente frente a la posibilidad de una recuperación más lenta de la economía, era difícil pensar que un movimiento aislado de 25pb fuera suficiente. En todo caso, al ser un movimiento preventivo, era importante comunicar que, de darse el escenario más probable, sería necesario deshacer el impulso extra de manera rápida. Los análisis iniciales del IPoM mostraban que la TPM debería ubicarse en torno a 3% durante el primer trimestre del 2019 y proseguir su camino hacia niveles neutrales posteriormente. Esto implicaba, por lo tanto, que, de darse el escenario base, entre más bajas se hicieran en el corto plazo, sería necesario hacer un mayor número de alzas rápidas en adelante. De esta manera, esta opción tenía asociada la dificultad táctica de elegir cuándo cambiar el sesgo y cuándo comenzar a subir la TPM.

Estas dificultades eran comunes en estrategias de política monetaria basadas en riesgos y debían ser sopesadas respecto de los beneficios de tomar un “seguro”, en este caso frente a la eventualidad de una recuperación más lenta de la economía que la prevista en el escenario base. Las otras alternativas tenían sus dificultades comunicacionales propias. Por ejemplo, mantener el sesgo y la tasa en 2,5% era ir, de alguna forma, contra el consenso de mercado, que esperaba una baja adicional durante el año. Adicionalmente, un movimiento de 25pb con sesgo neutro podía ser entendido como un intento de hacer ajustes mínimos como reacción a datos puntuales. Un *fine-tuning* que estaba más allá de las capacidades de la política monetaria.

Dadas estas complicaciones, parecía relevante considerar la cercanía de la publicación del IPoM de septiembre, evento que parecía más propicio para comunicar decisiones complejas y donde se podía reiterar con mayor claridad la idea de que la orientación de la política monetaria no dependía de ningún dato puntual, sino que era un estrategia anclada en una visión de mediano plazo en función de las proyecciones de inflación en el horizonte usual y de sus riesgos.

## 2. Decisión de política monetaria

---

Varios Consejeros coincidieron en que el panorama externo se mantenía favorable. Resaltaron las buenas condiciones financieras y el aumento del precio de las materias primas, en particular del cobre. Un Consejero señaló que la principal interrogante era si esta mejora era transitoria o respondía a factores más permanentes. A su juicio, con la información disponible, no se percibían cambios significativos en el balance de oferta y demanda en el mercado, lo que obligaba a ser muy cauteloso en la revisión de las proyecciones para el precio del cobre. Creía que lo correcto era un ajuste moderado de los precios proyectados. Esto, sin embargo, planteaba la posibilidad de un escenario alternativo relevante, con un precio mayor que tuviera impacto en el valor del peso, la actividad minera, las expectativas de empresarios y consumidores, y también en una baja transitoria de la inflación, que en ese caso podría permanecer bajo la meta por más tiempo, mientras se materializaba el ajuste a los nuevos precios relativos. A su juicio, los efectos de ese escenario sobre la política monetaria debían ser medidos con precaución.

Respecto de la actividad local, varios Consejeros destacaron que las cifras de actividad del segundo trimestre habían sido débiles, e incluso más bajas que lo esperado, principalmente a nivel del PIB resto. Concordaron que, en lo esencial, esto se había explicado por efectos puntuales de algunos choques de oferta y del impacto de los días hábiles. Un Consejero resaltó que, de hecho, las cifras desestacionalizadas mantenían las velocidades esperadas del PIB Resto en el segundo trimestre y que, por lo tanto, no alteraba la brecha de actividad. Un Consejero agregó que las tendencias subyacentes de la producción se mantenían inalteradas, lo que debería ser confirmado por mejores datos de crecimiento del PIB Resto en los meses venideros, situación que debería ser monitoreada con cuidado. De no ocurrir esto, se estaría en un escenario alternativo de menor crecimiento, a pesar del impulso adicional que la baja de 100pb de la TPM a comienzos de año había entregado a la economía.

Un Consejero destacó que, a pesar de que las condiciones externas relevantes para Chile continuaban favoreciendo una recuperación en los trimestres venideros, las cifras locales todavía no entregaban certeza sobre la velocidad de esta recuperación. Algunos indicadores apuntaban en esa dirección, mientras otros todavía daban cuenta de una economía débil. Un Consejero destacó que los indicadores de actividad confirmaban un proceso de recuperación gradual respecto de los bajos niveles alcanzados a fines del 2016 y comienzos del 2017. Esta recuperación, sin embargo, avanzaba con mucha gradualidad, y se había mostrado vulnerable a factores puntuales, lo que se había traducido en un crecimiento menor que el previsto que, aunque se asociaba a factores temporales y sectoriales idiosincráticos, aumentaba la incertidumbre sobre el cumplimiento del curso previsto para la actividad durante el 2017.

Por el lado de la demanda, un Consejero destacó que el consumo mantenía su evolución, de la mano de un crecimiento de la masa salarial por sobre 3%. Ello, en un contexto en que no se habían materializado los escenarios de riesgo anticipados sobre la capacidad del mercado laboral de sostener los ingresos familiares, pese a la prolongada debilidad en el crecimiento de la economía. Un Consejero agregó que la fortaleza relativa del consumo se soportaba no solo en el desempeño del mercado laboral, sino que también en condiciones favorables de financiamiento y expectativas de consumidores que, estando aún en territorio pesimista, habían mostrado un progreso sostenido. Añadió que el buen desempeño del empleo asalariado y de los salarios era importante, porque, a su juicio, el principal factor detrás de la decisión de bajar la TPM en 100pb en los primeros meses de este año había sido el temor bien fundado de que la desaceleración económica podía impactar más negativamente al empleo y los salarios, lo que hasta el momento no había ocurrido.

Un Consejero mencionó que el análisis inicial del IPoM daba cuenta de que la combinación de inflación subyacente estable, una vez controlada por los efectos cambiarios, y bajo crecimiento apuntaban hacia un menor crecimiento potencial. En este contexto, si bien la ampliación de la brecha de actividad continuaba su curso, lo hacía a un ritmo algo menor que lo anticipado. A su juicio, esta conclusión, que siempre estaba sujeta a mucha incertidumbre, por lo menos coincidía con un mercado laboral que, más allá de señales evidentes de menor dinamismo en la composición del empleo, había mantenido un comportamiento medianamente robusto, lo que había dado soporte al consumo privado. La trayectoria de los salarios, en parte, también mostraba un patrón similar: se había desacelerado de manera relevante en los últimos años, pero también continuaba con un dinamismo notorio.

Sobre la inflación, varios Consejeros destacaron que seguía estando por debajo de lo previsto en junio, con sorpresas concentradas en componentes volátiles y no en el IPCSAE. Un Consejero resaltó que en este último las desviaciones puntuales se habían ido compensando mes a mes, prevaleciendo la trayectoria esperada, a pesar de desvíos puntuales que podían parecer significativos si se les veía de forma aislada. A su juicio, ello ponía de manifiesto, una vez más, la dificultad de interpretar adecuadamente las fluctuaciones marginales de aquellas que marcaban una tendencia. Esto, creía, que era vital para evitar reaccionar solo sobre la base de factores puntuales o transitorios y no traspasar a la economía una volatilidad innecesaria. Un Consejero mencionó que dentro del IPCSAE destacaba la caída de la inflación de bienes, asociada a la trayectoria del tipo de cambio, mientras que la inflación de servicios se mostraba más estable, reflejando de mejor manera las condiciones de demanda y mercado laboral. Un Consejero indicó que la menor inflación se explicaba por el componente no SAE, no siendo evidente si este *shock* se revertiría ni cuándo lo haría. De no hacerlo en el corto plazo existía el riesgo que su impacto se extendiera en el tiempo, con un efecto negativo sobre la inflación, que podría persistir por los efectos de segunda vuelta sobre los precios, el aumento de las tasas de interés reales en plazos más cortos, una combinación con un peso más apreciado y una baja de las expectativas de inflación.

Un Consejero recordó que, por un lado, se seguía esperando una recuperación lenta de la actividad, con fundamentos para ello que no habían cambiado, y, por otro lado, se esperaban registros de inflación en la parte baja del rango por buena parte del 2017, dominados principalmente por la apreciación del peso. Agregó que resultaba importante destacar esto, pues los efectos de la apreciación del peso en la inflación —elemento, por cierto, de riesgo— no necesariamente abrían espacio para una mayor expansión monetaria, en la medida que esta podía estar anticipando la recuperación de la economía. A su juicio, este era un elemento que ya se había discutido y que consideraba central en la evaluación en adelante.

Sobre la decisión de política monetaria, varios Consejeros coincidieron en que las opciones planteadas eran las correctas. Un Consejero señaló que si bien concordaba con que mantener la TPM o bajarla en 25pb era lo indicado, tenía algunas diferencias respecto de no considerar la opción de bajar con sesgo neutro. Indicó que, a su juicio, la política monetaria se manejaba en un continuo. Por eso, era posible mantener la TPM con una identificación de riesgos a la baja, o bajarla dejando un sesgo neutral, donde ambas alternativas le parecían acordes con su visión de la dirección apropiada de la política monetaria para el corto

plazo. Incluso, añadió que la historia comunicacional del Banco sugeriría que el mercado podría considerar una reducción de la TPM con sesgo a la baja como un cambio de escenario base, no como una decisión de política basada en escenarios de riesgos. En cambio, le parecía que bajar 25pb manteniendo el sesgo neutro, al ser coherente con lo que esperaba el mercado, era más fácil de comunicar.

Varios Consejeros concordaron en que, más allá de las diferencias puntuales en las cifras, la evolución del escenario macroeconómico era coherente con la mantención de la TPM en esta Reunión. Un Consejero señaló que el menor crecimiento del PIB Resto no podía leerse, por ahora, como una debilidad estructural, ni tampoco se observaban desviaciones en la trayectoria de precios, excluidos los componentes volátiles, ni veía comprometido el logro de la meta de inflación. No obstante, prosiguió, podríamos estar frente a un nuevo balance de riesgos, dentro del cual no se podía dejar de ponderar la evolución de la inversión y de la acumulación de inventarios. En cambio, sorprendía positivamente el mercado laboral y el crecimiento de la masa salarial. De igual manera, se podía reconocer una mejora relativa a las expectativas del precio del cobre con un escenario externo que se seguía consolidando. En su opinión, la opción de mantener la TPM era más coherente con este escenario, que en esencia mantenía las tendencias esperadas, más allá de desviaciones puntuales, que se debían ir evaluando cada mes. Por el contrario, la alternativa de rebajar la TPM en 25pb difícilmente se leería como un ajuste técnico en el margen, pues se anticipaba escasamente al IPoM, que debía entregar precisión sobre los necesarios elementos de juicio para una decisión de esta naturaleza. Más compleja era esta decisión si se le ataba a un sesgo a la baja. Ello reflejaría un cambio importante en la dirección de política, lo que, en su opinión, no respondía al escenario macro. En cualquier caso, el riesgo por omisión le parecía menor en esta ocasión, en tanto se seguía trabajando más en base a riesgos que a cambios de tendencia relevantes.

Un Consejero indicó que todo apuntaba a una trayectoria de la inflación sin muchos cambios, en la que los desvíos respecto de la meta persistían hasta mediados del 2018. De hecho, aunque en julio había habido una ligera sorpresa, que había compensado parcialmente la del mes previo, el hecho que estas se concentraran en precios muy volátiles, y difíciles de predecir, restaba peso a este factor sobre las decisiones de política monetaria. En este contexto, y dado que el escenario base no había cambiado de manera significativa respecto del planteado en el IPoM de junio, lo que correspondía en esta ocasión era mantener la TPM en 2,5% y el sesgo neutral del Comunicado. De todos modos, concordaba con que el IPoM era el instrumento más adecuado para evaluar y comunicar los posibles impactos de eventuales desvíos respecto de dicho escenario.

Un Consejero señaló que los vaivenes en los registros de inflación y de actividad, una vez evaluados de manera más estructural en el análisis del IPoM, permitían concluir que el escenario macro no había variado en lo sustancial en los últimos meses. Ello ponía de manifiesto el riesgo de, en ocasiones, sobreinterpretar cada dato puntual e introducir excesiva volatilidad en el proceso de toma de decisiones. En lo fundamental, el juicio sobre la posición cíclica de la economía chilena era similar al entregado en el IPoM anterior, y, por lo tanto, en lo grueso, una TPM en niveles similares o en torno a los niveles actuales por un tiempo prolongado seguía siendo adecuada. Ello permitiría sostener tasas de interés reales *ex-ante* en niveles históricamente bajos por un tiempo prolongado. Consideraciones de riesgo a este análisis por supuesto que eran válidas y debían ser cuidadosamente incorporadas en el análisis. Por ejemplo, si se diera una lentitud en la recuperación; un debilitamiento mayor en el mercado laboral, que aunque no se había manifestado en los datos seguía siendo un riesgo vigente; o registros de inflación sostenidamente bajos, que pudieran generar efectos de segunda vuelta. En su opinión, la validez de estos escenarios de riesgo se debía evaluar por sus efectos sobre la convergencia de la inflación a la meta en un plazo de dos años, no por otros criterios. Por ahora, creía que la incorporación de estos riesgos no justificaba un cambio en la política monetaria, y que las cifras venideras permitirían generar un juicio más acabado sobre esto.

Un Consejero indicó que desde su punto de vista existían dos justificaciones para la opción de bajar la TPM: o el escenario macroeconómico era notoriamente más débil de lo que se estimaba, o los riesgos de la prolongación en el tiempo de una baja inflación eran mayores que los costos de un ajuste temporal. El primer caso justificaría una rebaja de TPM con la misma racionalidad con la que se recortaron 100pb en la primera mitad del año: darle a la política monetaria una orientación más expansiva, con el fin de elevar la presión sobre los precios, previniendo una profundización del ciclo económico. El segundo caso justificaría una acción con una lógica más preventiva, orientada a reducir la probabilidad de una recuperación de la actividad y la inflación más lenta que lo previsto. En su opinión, el primer enfoque no podía sustentarse con los datos de los últimos dos meses. El segundo, requería un examen de los riesgos que involucraba la interacción entre la brecha negativa de actividad y la inflación. A su juicio, este era un balance más factible de hacer. En contra de una rebaja de la TPM podía esgrimirse que estos riesgos aún eran bajos, que era necesario acumular más información o que el mercado no sería capaz de entender los fundamentos y significado de un ajuste de este tipo. A su juicio, estos tres argumentos eran válidos y adquirirían especial significación cuando estaba próxima la presentación de un nuevo IPoM. En él sería posible incorporar información más reciente, incluyendo la actualización de las estimaciones de PIB potencial y brecha de

actividad, hacer un balance más completo de riesgos y entregar al mercado una fundamentación adecuada de la trayectoria de política monetaria prevista por el Consejo. Por esta razón, votaba por mantener la TPM en 2,5% en esta oportunidad.

Un Consejero expresó que los cambios observados y previstos en el escenario macroeconómico eran los suficientemente relevantes para justificar una reducción de la TPM y, por lo tanto, votaba por recortarla en 25pb. En particular, indicó que el análisis de la información coyuntural y las proyecciones daban argumentos para pensar que detrás de la evolución reciente de la actividad y la inflación había factores puntuales que no indicaban un debilitamiento cíclico adicional, o que incluso podían anticipar una recuperación más rápida, por ejemplo si la apreciación del peso anticipaba un escenario un poco mejor. Sin embargo, si esto no ocurría, los costos serían significativos. Enfrentar un *shock* desinflacionario de demanda agregada en presencia de una economía ya cíclicamente débil, con una brecha que se estaba ampliando e inflación por debajo de la meta por un tiempo, era distinto de hacerlo en una economía boyante. Por lo mismo, justificar un impulso monetario mayor como un seguro frente a que se materializara un escenario más debilitado era adecuado. Sobre la dificultad de comunicarlo, creía que no era tal, en especial comparado con señalar una trayectoria de tasas similar a la de junio. Por último, creía que un escenario de mayor impulso monetario no sería sorpresivo para el mercado, pues este ya anticipaba una reducción de la TPM en algunos meses. En suma, considerando todos estos factores, creía que los costos de comunicar que se bajaba la TPM como una forma de enfrentar un potencial riesgo eran francamente menores que los beneficios.

### 3. Acuerdo

---

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Marcel, del Vicepresidente señor Claro y de los Consejeros señor Vial y señora Costa, mantener la TPM en 2,5%. El Consejero señor García votó por reducir la TPM a 2,25%.