

# Reunión de Política Monetaria

JULIO 2019

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 266, celebrada el 17 y 18 de julio 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.

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; el Gerente de Análisis Internacional, don Diego Gianelli Gómez; el Gerente de Estudios Económicos subrogante, don Matías Tapia González; el Gerente de Mercados Internacionales, don Juan Carlos Piantini Cardoso; la Gerente de Mercados Nacionales interina señora Claudia Sotz Pantoja; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Alfaro Arancibia; el Gerente de Estadísticas Macroeconómicas, don Francisco Ruiz Aburto; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Hermann González Bravo; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista Senior doña María del Pilar Cruz Novoa; y la Secretario General, doña Marlyns Pabst Cortés.

### 1. Análisis de los equipos técnicos

#### Escenario internacional

En el escenario internacional, destacaba el afianzamiento de expectativas más expansivas para la política monetaria a nivel global, con movimientos en esa dirección que incluso ya se habían hecho efectivos en algunas economías. Tras la comunicación reciente del presidente de la Reserva Federal (Fed), gran parte del mercado había internalizado un recorte de la tasa rectora en EE.UU. para la próxima reunión de julio, sumándose declaraciones con un tono más *dovish* de las autoridades monetarias en la Eurozona e Inglaterra, entre otras. En materia

de inflación, más allá de alzas estacionales, los registros permanecían contenidos en el mundo desarrollado, al igual que las perspectivas. Dentro del bloque emergente, en varios países de América Latina la inflación había disminuido en el margen y se acercaba a sus respectivas metas.

En general, la preocupación por el desempeño de la economía global continuaba latente, sobre todo considerando la sorpresa negativa de las cifras del sector manufacturero, comercio exterior e inversión en varios países, lo que contrastaba con la información proveniente del ámbito laboral, consumo y servicios, que había mostrado pocos cambios. En el bloque desarrollado, en EE.UU. la industria, si bien más estable en el margen, volvía a contraerse en el segundo trimestre, en medio de indicadores de uso de capacidad y de perspectivas empresariales para el sector (ISM) que mostraban algún deterioro según sus últimos registros. En tanto, la evolución de las ventas minoristas y de la creación de empleo auguraba que el consumo privado completaría un buen desempeño en igual período. En la Eurozona, distintas medidas de expectativas refrendaban el débil panorama en la región, en especial aquellas más ligadas al sector transable, coincidiendo con el empeoramiento de las exportaciones de estas economías. Alemania, en particular, volvía a decepcionar, acorde con distintos datos, manteniendo cierto rezago respecto de la evolución de otros países de la zona.

En el mundo emergente, el PIB de China se había expandido 6,2% anual en el segundo trimestre. Resaltaba el menor impulso de la industria y la construcción, en tanto que el comportamiento de los servicios no había variado mayormente. De cualquier manera, hacia fines del trimestre algunos sectores habían sorprendido positivamente, como el manufacturero o el *retail*, indicando cierta estabilización de esta economía. En América Latina, aunque con indicadores de confianza algo mejores en el margen, destacaba el débil comienzo del segundo trimestre en buena parte de la región, como se desprendía de las cifras de actividad mensual. Persistían desafíos internos en varios países. En México, la renuncia del Ministro de Hacienda y el apoyo gubernamental a la petrolera estatal gatillaban dudas en los mercados, mientras en Argentina se avizoraba una lenta salida de la recesión, en medio de incertidumbre política. En Brasil, en tanto, había avances en la reforma de pensiones.

Este escenario seguía propiciando condiciones financieras globales bastante holgadas. En línea con la mayor laxitud prevista para la política monetaria, las tasas de interés de largo plazo habían anotado importantes bajas desde la Reunión precedente, llegando a valores reales negativos en varias economías, esencialmente desarrolladas. Asimismo, el apetito por riesgo había aumentado, con alzas importantes de las bolsas y mayores flujos de capitales a emergentes

en el margen. Los premios por riesgo habían retrocedido, en tanto que el dólar había tendido a debilitarse respecto de otras divisas. Las tensiones comerciales entre EE.UU. y China habían tenido alguna moderación, aunque con un impacto acotado en los mercados.

Desde la Reunión de junio, los precios de las materias primas habían tenido cierto incremento. De todas maneras, los metales, el cobre inclusive (alza de cerca de 3% desde la Reunión anterior), se situaban en valores más bajos que en meses previos, coincidiendo con la incertidumbre del entorno externo. El precio del petróleo había escalado del orden de 6%, en promedio el WTI y el Brent, ayudado por factores de oferta y conflictos geopolíticos.

### Escenario nacional

La evolución del mercado financiero local había estado fuertemente influenciada por la mayor expansividad de la política monetaria en Chile y por los desarrollos externos. Las tasas de renta fija de mediano y largo plazo habían descendido de manera pronunciada. La bolsa local (IPSA) había registrado aumentos durante el último mes, en línea con la evolución de las bolsas internacionales. Esto, en un contexto en que los indicadores de riesgo habían disminuido para Chile y los países emergentes en general. El tipo de cambio nominal (TCN), con alguna volatilidad, se ubicaba en valores inferiores a los de la última Reunión, acorde con la evolución del dólar a nivel internacional y el precio del cobre. Las medidas multilaterales de tipo de cambio también habían disminuido. En tanto, el tipo de cambio real (TCR, índice 1986=100) se estimaba en 93,4 en julio, levemente inferior a la estimación de junio (94,2) y cercano a los promedios de los últimos 15 y 20 años.

En el mercado del crédito, las colocaciones reales mostraban una disminución en sus tasas de crecimiento anual en los segmentos de consumo y comercial, y un leve aumento en vivienda. Las tasas de interés de las colocaciones seguían disminuyendo, salvo por las de consumo que habían mostrado una leve alza, principalmente por efecto composición. La Encuesta de Crédito Bancario del segundo trimestre reflejaba condiciones de oferta que se mantenían relativamente estables, mientras que la demanda se percibía algo más debilitada en grandes empresas y con repuntes moderados en los segmentos de empresas constructoras y en el financiamiento de viviendas.

En cuanto a la actividad local, entre abril y mayo, el Imacec había acumulado una expansión de 2,2% anual en promedio, mayor al 1,6% del primer trimestre del año. No obstante, algunos indicadores adelantados y antecedentes cualitativos sugerían riesgos a la baja para los próximos meses. Por un lado, se anotaba

una contracción de las exportaciones, debido a la debilidad de algunos socios comerciales y la baja producción minera. Por otro, se sumaban algunas huelgas durante junio. Por el lado del consumo, las importaciones de este tipo de bienes habían profundizado su caída. Las expectativas de los consumidores (IPEC) habían seguido descendiendo, volviéndose más pesimistas, e incluso las preguntas más relacionadas con el consumo adelantaban una menor expansión de este en lo venidero. Esto último, más allá que en mayo la variación anual de las ventas minoristas (IACM) había sido la mayor del año, lo que se debía en parte a un evento puntual de descuentos en el *retail* durante ese mes. El mercado laboral no mostraba cambios significativos. La tasa de desempleo se había mantenido en torno a 7%, similar a igual período del año anterior, mientras que distintas fuentes de información apuntaban a un aumento del empleo. Los salarios reales seguían creciendo en o algo sobre 2% anual. La inversión mostraba un desempeño mixto. Por un lado, resaltaba la favorable evolución de algunas partidas ligadas con los servicios empresariales y el comercio mayorista y, por otro, una menor velocidad de expansión de la construcción. Por su lado, las importaciones de capital se habían contraído en el margen. En el ámbito cualitativo, las expectativas empresariales (IMCE) sin minería se habían vuelto más pesimistas. Destacaba el deterioro de la industria, que presentaba la mayor caída dentro del índice.

En este contexto, las expectativas de crecimiento del mercado, medidas por la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), se habían corregido a la baja respecto de la información disponible al cierre de la última Reunión, ubicándose en 2,8 y 3,2% para este y el próximo año (3,2 y 3,4% al cierre anterior), respectivamente.

La información adelantada del Informe de Percepciones de Negocios de agosto mostraba que los entrevistados seguían previendo que sus negocios tendrían un mayor crecimiento en la segunda mitad de este año y en el 2020, aunque sus perspectivas se habían moderado. Esto, por resultados que habían estado por debajo de lo esperado en el primer semestre y por algunos focos de incertidumbre a nivel externo e interno. Por sectores, los ligados al comercio de bienes continuaban entre los más alicaídos y los relacionados a obras de infraestructura pública indicaban lentitud. Por el contrario, en la construcción habitacional y la industria salmonera se señalaban buenos resultados. Respecto de la minería, el principal impulso provenía de unos pocos proyectos grandes en curso, mientras que la producción se percibía más baja. En cuanto a la inversión, la mayoría de los entrevistados no contemplaba grandes iniciativas en el corto plazo. Ello, porque contaban con capacidad ociosa o porque estaban a la espera de una mejora más sostenida del contexto económico y/o del resultado de sus negocios. En cambio, en los sectores minero, forestal y salmonero se seguía dando cuenta

del desarrollo de importantes proyectos, que estaban dinamizando la actividad de algunas regiones. En el mercado laboral, la mayoría de los consultados relataba que se encontraba con la dotación adecuada, dado su nivel actual de actividad, y que las presiones salariales se mantenían bajas. Las condiciones crediticias permanecían favorables, con bajas tasas de interés y una amplia disponibilidad de fondos desde la banca para quienes habían tenido buenos resultados. De todas formas, varios entrevistados no tenían intenciones de tomar más deuda. En todo caso, en los segmentos de personas y empresas había quienes estaban reduciendo su carga financiera a través de renegociaciones.

La inflación anual del IPC —medida según la serie referencial base 2018=100— había permanecido en 2,3% en junio, mientras que la medida subyacente (IPCSAE) había continuado oscilando en torno a 2%. Entre los ítems que componen esta última, llamaba la atención la sorpresa a la baja generalizada que tuvieron los precios de los servicios más ligados con las holguras de capacidad y los costos laborales. Por el contrario, el componente de bienes del IPCSAE había resultado por sobre lo esperado, aunque motivado, en gran parte, por el ítem de paquete turístico. La inflación de los componentes más volátiles de la canasta del IPC —alimentos y energía— había registrado sorpresas marginales. En cuanto a las expectativas privadas de inflación, se observaba una disminución para fines del 2019 y a un año plazo. A dos años plazo, la mediana de la EEE había permanecido en 3%, mientras que la de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) se había reducido a 2,8%.

En este contexto, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) adelantaban una ampliación del estímulo monetario en los próximos meses, más allá de que para esta Reunión el consenso apuntaba a una mantención de la TPM.

## 2. Análisis y discusión de los antecedentes

Se coincidió en que la principal noticia desde la Reunión anterior era la evolución de la inflación. En particular, por la sorpresa a la baja generalizada del IPCSAE de servicios, que dada su persistencia histórica sugería que su variación anual se mantendría en torno a ese nivel hasta fines de año, como producto de una importante desaceleración de su componente de servicios. Dado que este tendía a responder más a la brecha de actividad y los salarios, y que había alcanzado tasas mínimas desde una perspectiva histórica, este era un indicador importante de riesgo para la convergencia de la inflación a la meta de política.

Se indicó que la sorpresa en la inflación de servicios del IPCSAE sugería una tendencia más bien generalizada en sus componentes más relacionados con los salarios, apuntando a un potencial mayor impacto de la inmigración en su evolución. Esta señal, se agregó, era coherente con la contención de costos y escasas presiones salariales que se repetían en sucesivos Informes de Percepciones de Negocios. En el corto plazo, se destacó que la proyección de inflación IPCSAE sería materialmente distinta de lo consignado en el último Informe de Política Monetaria (IPoM) —reflejo, en parte, de la persistencia en la inflación de servicios—, lo que no estaba dentro de las perspectivas privadas. Se añadió que la evolución de las expectativas de inflación había sido notoriamente a la baja, a pesar del movimiento claramente expansivo de la TPM en junio, que además había sido sorpresivo para la gran mayoría de las personas.

Se resaltó que la evaluación de los riesgos requería de un análisis acabado de la evolución de la actividad, la demanda y las holguras de capacidad. Los Imacec de abril y mayo, una vez corregidos por algunos fenómenos puntuales, se habían mantenido dentro de lo esperado. Para junio se esperaban cifras menos alentadoras, pues la suma de dos huelgas importantes y el menor número de días hábiles reducirían la expansión anual de la actividad en cerca de medio punto porcentual. Con ello, si bien el segundo trimestre exhibiría un crecimiento mayor que el del primero, el peso de la aceleración dependería aún más de lo que ocurriera en el segundo semestre. La certidumbre respecto de esto último, sin embargo, se veía matizada por algunos indicadores cualitativos recientes, como el deterioro de las expectativas de los consumidores, así como por información de alta frecuencia, como las importaciones y datos de la construcción. Se recordó que la reacceleración de la economía en el segundo semestre era un componente relevante de la convergencia de la inflación hacia 3%, y las noticias provenientes tanto del ámbito externo como local imponían dudas relevantes respecto de si la economía iba a tener o no esa capacidad de comenzar a cerrar la brecha de actividad.

Se resaltó el cambio en las perspectivas por el lado del consumo privado. En particular, porque las importaciones de consumo durable y no durable del último mes habían sorprendido con caídas nominales más significativas, en un entorno de expectativas del consumidor que se deterioraban sostenidamente, lo que ameritaba ponderar su incidencia más allá de las cifras puntuales más recientes. En todo caso, se destacó que existía menos información sobre el consumo de servicios, que había mostrado mayor dinamismo en los trimestres recientes, lo que sugería que la producción y empleo en esos sectores podían mantenerse más estables o compensar parcialmente lo anterior.

Se indicó que una hipótesis que parecía coherente con los cambios que se observaban era que la inmigración estaba teniendo un impacto algo mayor que el anticipado sobre las holguras de capacidad, reduciendo las presiones inflacionarias. Ello era congruente con una mayor creación de empleo asalariado, especialmente en servicios, y coincidía con un aumento del empleo por cuenta propia. Cuánto pesaba este aumento en la masa salarial era algo difícil de evaluar, dados los problemas de las estadísticas laborales para medir los efectos de la inmigración. En este contexto, se indicó que había más dudas sobre la revisión a la baja del consumo privado, porque estaban operando fuerzas que actuaban en sentidos opuestos: las expectativas de consumidores apuntaban a la baja, mientras que la posible evolución de la masa salarial y las mejores condiciones financieras lo hacían a una contención de estas tendencias.

Se discutió acerca de los riesgos para la inversión. Por un lado, los grandes proyectos de inversión iban desarrollándose acorde con lo previsto y su efecto en la actividad económica de ciertos sectores y regiones ya se estaba haciendo patente, como lo refrendaba el Informe de Percepciones de Negocios. Por otro lado, parecía ganar fuerza la posibilidad que se diera una dinámica más lenta de la inversión en el resto de los sectores, en parte alimentado por cifras recientes que daban cuenta de un menor impulso en algunas líneas de la construcción. En todo caso, se trataba de un riesgo de rezago de la inversión que no restaría un impulso significativo a la evolución de la economía en adelante, y que además había estado presente desde hace ya un tiempo.

En el plano externo, se comentó que, lejos de resolverse, los conflictos comerciales y la incertidumbre de política en las principales economías del mundo se habían intensificado y extendido hacia nuevas dimensiones de las relaciones económicas entre los países. Los mercados parecían haber comenzado a internalizar esta dinámica como un elemento más permanente de la realidad, pero, al mismo tiempo, habían elevado sus apuestas por una respuesta expansiva de las autoridades monetarias. El discurso de estas últimas parecía validar tales expectativas, pero las acciones más esperadas de política monetaria estaban aún por materializarse. Tal como se había argumentado en el IPoM, el complejo escenario externo ya estaba afectando a Chile, con impactos contrapuestos sobre las exportaciones y las entradas de capitales, en tanto que el precio del cobre se había mantenido relativamente estable. Se agregó que si bien parte de la caída del valor de las exportaciones chilenas se podía atribuir a la guerra comercial —lo que se estaba reflejando posiblemente en los menores precios de varios de los principales ítems de exportación—, ellas también se habían visto afectadas por el peor desempeño económico de los principales socios comerciales en América Latina.

### 3. Análisis de las opciones de política monetaria

---

Todos los Consejeros coincidieron en que, atendido el fortalecimiento de riesgos a la baja en la economía local y particularmente en la inflación, las opciones válidas para esta Reunión debían ser las de mantener la TPM en 2,5% con un sesgo expansivo, o reducirla en 25 puntos base (pb), con un sesgo también expansivo.

Varios Consejeros concordaron que para optar por una u otra alternativa era necesario un análisis riguroso de los riesgos que implicaba la dinámica actual y prevista de la economía para la inflación, de modo de evaluar cuál sería su impacto sobre esta variable en el horizonte de política. Coincidieron en que si bien los antecedentes más cualitativos eran suficientes para levantar una señal de alerta a este respecto, no necesariamente eran suficientes para compensar la carencia de datos duros más recientes y proyecciones actualizadas.

Dado que en la Reunión anterior se había determinado una baja importante y sorpresiva de la TPM, varios Consejeros estuvieron de acuerdo en que la actualización del escenario macroeconómico era particularmente relevante para extraer las implicancias para la política monetaria. Esto ocurría porque la política monetaria no se agotaba en un ajuste inmediato de la tasa, sino que en la definición de la trayectoria de la cual este eventual cambio formaba parte. En otras palabras, ajustar nuevamente la tasa sobre la base de antecedentes parciales y cualitativos podía elevar, en lugar de reducir, la incertidumbre en la economía si no estaba claro cuánto se habían modificado las proyecciones macro y cuán profundo y persistente se pretendía que fuera el estímulo monetario adicional.

Un Consejero destacó que si bien el análisis más profundo del estado de la macroeconomía se realizaba en las Reuniones que coincidían con la preparación de un IPoM, esto no implicaba que en Reuniones como esta, donde no se efectuaba ese proceso, no pudieran adoptarse cambios en la orientación de la política monetaria. Agregó que esto podía ocurrir cuando se actuaba en línea con un sesgo predefinido, cuando surgía evidencia potente de un cambio en el escenario macro, o cuando en atención a un conjunto significativo de antecedentes se efectuaba una actualización intermedia de proyecciones. Además, coincidió en la dificultad de realizar una proyección o una estimación de cuánto sería el estímulo monetario adicional que se requeriría sin un análisis más detallado de los impactos de mediano plazo de las noticias del último tiempo.

Un Consejero estimó que había un conjunto de antecedentes que hacía necesario recortar la TPM en 25pb, pues era evidente que la reducción de 50pb de la última Reunión no había sido suficiente para asegurar la oportuna convergencia de la inflación a la meta. En particular, los datos de actividad y demanda mostraban menos crecimiento que el previsto para los próximos trimestres; la inflación seguía baja y había sorprendido con menores registros en un amplio grupo de servicios; y el escenario externo era incierto y se observaba un gradual debilitamiento. Además, la evolución del tipo de cambio y de las expectativas de inflación también contribuía a postergar la convergencia de la inflación. Añadió que el mercado anticipaba esta evaluación, pues los precios de los activos mostraban que la TPM se reduciría en 25pb en septiembre, con una elevada probabilidad de una segunda baja hacia fin de año. Se agregaba que las encuestas de expectativas también incorporaban reducciones. Finalmente, creía que el hecho que en la actualidad hubiera ocho, y no doce Reuniones, hacía que los costos de postergar decisiones de política monetaria fueran mayores.

Por el contrario, algunos Consejeros estimaron que la información disponible no permitía aún validar un cambio en el escenario macro que justificara una baja de la TPM en esta Reunión. Un Consejero añadió que si efectivamente se estaba ante un escenario de mayores holguras y menor dinamismo del consumo, se necesitaría de un mayor estímulo monetario. Pero si el consumo permanecía dinámico, más allá del ajuste en el mercado de automóviles, que era algo anticipado y deseable, era posible que la inflación retomara su trayectoria de convergencia a medida que se comenzaran a manifestar los efectos del mayor estímulo monetario adoptado en la Reunión anterior, por lo que no sería necesario volver a reducir la TPM. Concluyó indicando que el costo de equivocarse en este sentido podía ser alto, ya que implicaría que en unos pocos meses más se tendría que comunicar una trayectoria de tasas futuras bastante más empinada. En cambio, esperar un poco más para reunir información y validar un escenario de mayores holguras a las que ya se anticipaban en el último IPoM tenía un costo bajo, justamente porque ya se había reducido la TPM en 50pb hace un mes.

El Consejo discutió acerca de las consideraciones comunicacionales que tendría una eventual reducción de la TPM en 25pb, dado que no era la opción mayormente esperada por el mercado. Un Consejero señaló que era importante tener presente la existencia de un *trade-off* entre la eficacia de la decisión y el ruido comunicacional que provocaría una sorpresa, lo que ya había estado presente cuando se decidió bajar la TPM en la Reunión de junio. A su juicio, el mayor argumento a favor de reducir la TPM en esta Reunión era su eficacia, pues cualquier movimiento que se comprometiera hacia adelante tenía cierto grado de condicionalidad del que era difícil salir. Sin embargo, en esta ocasión, la

decisión del mes anterior reducía la necesidad de hacer un movimiento rápido. Por su lado, también debían considerarse las posibles lecturas negativas que podría abrir un recorte de la TPM en esta Reunión, en especial si se interpretaba como un empeoramiento en la visión que el Banco tenía del crecimiento. Esto, porque si bien había argumentos suficientes para pensar que la proyección de crecimiento sería corregida en adelante, esto derivaba, en parte, de factores puntuales y aún no era claro cuál sería la capacidad de la economía de retomar una velocidad de crecimiento que le permitiera cerrar la brecha.

Un Consejero argumentó que los riesgos comunicacionales de una eventual baja de 25pb eran menores. Por un lado, se podía argumentar que el Consejo no quería volver a sorprender al mercado, luego de haberlo hecho en la Reunión previa. A su juicio, ambas situaciones eran muy distintas. Para la Reunión pasada, no estaba dentro del escenario de prácticamente nadie, sino de nadie, la posibilidad que el Consejo bajara la TPM, ni en la magnitud ni el momento que se hizo. En esta ocasión, el escenario era muy distinto. El mercado consideraba bajas que no estaban al momento del IPoM de junio y la diferencia entre una baja ahora y una en septiembre era ínfima gracias a la prácticamente unanimidad de expectativas de que la TPM se iba a reducir. Añadió que la preocupación por una lectura más negativa de la macro no era tan evidente, y que el espacio que otorgaba el Comunicado de la Reunión era suficiente para transmitir los cambios que se estaban observando. A su juicio, no era necesario tener un IPoM completo para justificar un movimiento de 25pb en la TPM, sobre todo si el mercado ya estaba anticipando movimientos de esa magnitud para los próximos meses.

#### 4. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros concordaron en que la información acumulada desde la publicación del último IPoM había incrementado los riesgos sobre la oportuna convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. En particular, por los menores registros de inflación de servicios, cuya persistencia era elevada en relación con otros componentes del IPC y por los riesgos en torno a la evolución futura de la actividad y la demanda, en un contexto de alta incertidumbre externa.

El Presidente señor Marcel, el Vicepresidente señor Vial y los Consejeros señora Costa y señor Naudon votaron por mantener la TPM en 2,5%, añadiendo un sesgo expansivo. A su juicio, la consideración de los costos y los beneficios de una y otra opción hacían que esta fuera la más adecuada. En particular, contrastaban un beneficio relativamente limitado de reducir la TPM en esta ocasión, dado el ajuste ya ocurrido el mes anterior y el hecho que las expectativas de mercado ya

incorporaban un ajuste en septiembre. En contraposición, le asignaban mayor relevancia a los costos asociados a una decisión que no viniera respaldada por un análisis y proyecciones suficientes. Un Consejero añadió que su decisión se reforzaba pues existían dudas respecto de la necesidad del aumento del estímulo monetario y de su eventual magnitud. Un Consejero indicó que creía que era necesario aumentar el estímulo monetario; sin embargo, se inclinaba por mantener en prevención de los riesgos comunicacionales que implicaba una baja ahora.

El Consejero señor García votó por reducir la TPM en 25pb, hasta 2,25%. En su opinión, lo que debía primar en las decisiones de política monetaria en general eran los fundamentos macroeconómicos, los que, a su juicio, apuntaban a que la rebaja anterior había sido insuficiente, porque los datos de actividad y demanda mostraban menos crecimiento que el previsto para los próximos trimestres; la inflación seguía reducida y había sorprendido con menores registros en un amplio grupo de servicios; y porque en el escenario externo se observaba un debilitamiento gradual. En esta ocasión, estimaba que las consideraciones comunicacionales o tácticas no justificaban una postergación.