

# Reunión de Política Monetaria

JULIO 2017

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°248, celebrada el 13 de julio 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, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe subrogante, don Pablo Mattar Oyarzún; 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 Gerente de Análisis Macroeconómico, don Miguel Fuentes Díaz; la Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria subrogante doña Tatiana Vargas Manzo; 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; la Asesora del Ministerio de Hacienda, doña María Francisca Pérez Veyl; 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>.

Desde la última Reunión, las principales noticias habían estado en el ámbito local, destacando el bajo registro de inflación de junio y, en menor medida, el de actividad de mayo. Más allá de la sorpresa, desde el punto de vista de la política

monetaria lo relevante era dimensionar el impacto que estos datos podían tener en las proyecciones de inflación a mediano plazo y su balance de riesgos. Al respecto, la evaluación era que, aun considerando las desviaciones de corto plazo, no había elementos suficientes para inferir una desviación significativa del escenario inflacionario de mediano plazo planteado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio.

Sobre la inflación, la desviación respecto de lo estimado en el último IPoM se asociaba principalmente a ítems “no SAE”, que típicamente son más volátiles que los ítems *core* y suelen estar determinados mayormente por *shocks* de oferta. En particular, las sucesivas sorpresas negativas en la línea de “frutas y verduras” y el menor precio del componente “energía” explicaban gran parte de la menor inflación observada desde el cierre estadístico del IPoM de junio. Más allá de su impacto en la evolución de la inflación anual durante los meses venideros, este tipo de sorpresas no alteraba mayormente la proyección de la inflación de mediano plazo. La inflación subyacente, por el contrario, había mostrado una dinámica muy similar a la prevista en junio, la que, por lo demás, no difería de lo esperado para esta variable desde el IPoM de diciembre del 2016. De esta forma, de los registros recientes de inflación no se inferían desviaciones más sistemáticas respecto de la trayectoria prevista para esta variable.

Respecto de los determinantes de mediano plazo de la inflación, en un contexto donde se preveía una relativa estabilidad del tipo de cambio real, la evolución de la inflación estaba anclada en parte importante a la de las brechas de actividad. El escenario base preveía que durante los próximos dos años las holguras de capacidad se irían cerrando gradual y parcialmente, visión que no se alteraba mayormente por la debilidad algo más marcada del PIB Resto durante el segundo trimestre, ya que la mayor parte de la corrección obedecía a factores puntuales (como el mayor efecto de los días hábiles de abril) que no deberían afectar la evolución de la actividad durante el resto del año. Los demás indicadores, incluyendo los principales componentes de la demanda, el mercado del trabajo y el comercio exterior, habían evolucionado en línea con lo esperado. Indicadores más coyunturales, como las expectativas de consumidores y la generación eléctrica, entre otros, se mostraban coherentes con el escenario de recuperación gradual previsto.

La visión del mercado parecía ir, en términos generales, en la misma dirección. Si bien las expectativas de inflación a un año habían caído después de la publicación del dato de inflación, las expectativas a dos años se mantenían en los mismos niveles del mes anterior, dando cuenta del carácter más bien transitorio asignado a la sorpresa. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) mostraba una caída de la inflación a doce meses plazo de 2,9 a 2,7%,

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

pero la de dos años permanecía en 3%. Por su parte, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) mantenía la proyección de la encuesta previa (2,5 y 2,8% para dichos plazos, respectivamente). La excepción eran las compensaciones inflacionarias, que mostraban una caída más marcada a dos años plazo. Si bien este fenómeno debía ser monitoreado, la evidencia mostraba que esta medida solía estar fuertemente influida por diferentes premios, lo que dificultaba la lectura directa de las expectativas de inflación. De hecho, métodos que trataban de corregir estos problemas mostraban que las expectativas habían permanecido más estables y muy en línea con las de la EOF. En cuanto a la TPM esperada, la EEE no mostraba cambios y la EOF un movimiento acotado, el que era algo más persistente en la medida derivada de los precios financieros.

Así, el escenario de baja inflación subyacente y recuperación muy gradual de la actividad de los sectores resto delineado en los últimos IPoM parecía todavía adecuado. Al no evidenciarse desviaciones relevantes del escenario de convergencia de la inflación, la opción de mantener la TPM en 2,5%, reafirmando la orientación general de la política monetaria presentada en el IPoM, parecía plenamente coherente con la lectura de los datos del mes.

No obstante, la División Estudios consideraba que, dada la magnitud de la sorpresa de la inflación, su bajo nivel y el contexto de actividad todavía débil, era atendible evaluar la conveniencia de aumentar la expansividad de la política monetaria. Los dos principales argumentos a favor de un cambio en dicha dirección eran los siguientes. En primer lugar, más allá de que la División Estudios era de la opinión que no había argumentos suficientes para cambiar el escenario base, el conjunto de antecedentes podría indicar una mayor probabilidad de escenarios alternativos donde la convergencia de la inflación necesitara un mayor impulso monetario, por ejemplo, por una mayor debilidad de la actividad. Como en un contexto de inflación baja y holguras de capacidad relevantes el costo de desviaciones en esa dirección eran claramente mayores que el de desviaciones en la dirección contraria, podría justificarse un aumento preventivo del impulso monetario desde un punto de vista del manejo de riesgos. Este argumento, que se había utilizado en el pasado, era sin duda importante, pero del análisis no parecía ser evidente que el balance de riesgos de mediano plazo fuera muy distinto del de hace unos meses, más allá de que la probabilidad de tener la inflación anual por debajo de la meta durante los próximos meses había aumentado.

Un segundo argumento era la evolución de las expectativas de inflación. En particular, la convergencia de la inflación no solo suponía que las holguras de capacidad se irían cerrando durante el horizonte de política y que el tipo de cambio real permanecería relativamente estable, también asumía que las

expectativas de inflación a mediano plazo permanecían bien ancladas en 3%. Así, correspondía preguntarse si los movimientos recientes en la inflación representaban un riesgo en esta materia, especialmente porque la probabilidad de tener inflaciones anuales bajas durante los próximos doce meses era mayor. De acuerdo con la División Estudios, ello no era el caso por las siguientes razones. En primer lugar, las encuestas mostraban que el mercado había reconocido el carácter mayormente temporal de las sorpresas. En segundo lugar, ni el panorama de actividad ni sus riesgos se habían modificado mayormente. En tercer lugar, a diferencia de lo ocurrido a fines del 2015, cuando la inflación llevaba varios meses por sobre el rango de tolerancia, ahora era el primer mes que caía por debajo de la banda y las proyecciones indicaban que debería volver al rango en los próximos meses. Por último, el Banco había dado muestras claras de su flexibilidad en la implementación de la política, de modo que, de ser necesaria una acción más enérgica, tenía la capacidad y la convicción para hacerlo.

## 2. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros consideraron que se afianzaba el escenario externo delineado en el IPoM de junio. Varios Consejeros destacaron el incremento de las tasas de interés de largo plazo en los países desarrollados, probablemente por la consolidación de un panorama de recuperación de la actividad y normalización de sus políticas monetarias.

Un Consejero indicó que la propagación del crecimiento económico a través de países y sectores en el mundo desarrollado había ido fortaleciendo la visión de una expansión autosostenida, que se traducía en mejores expectativas en los mercados y ajustes al alza en las proyecciones de crecimiento. Al mismo tiempo, prosiguió, los riesgos de política y de turbulencias financieras se observaban contenidos, aún en un contexto en que el final de las políticas monetarias ultraexpansivas en el mundo desarrollado comenzaba a verse más cercano. Destacó también que el ajuste monetario en China hubiera avanzado sin un costo significativo en materia de actividad.

En el plano interno, todos los Consejeros destacaron la sorpresa relevante que había significado la inflación del IPC de junio, mes para el cual el escenario base ya anticipaba un registro bajo. En todo caso, varios Consejeros acotaron que dicha sorpresa se concentraba en elementos volátiles, ya que la inflación del IPCSAE seguía alineada con las proyecciones del último IPoM. Un Consejero señaló que en la medida que el tipo de cambio se mantuviera estable y la actividad siguiera al patrón esperado, respondiendo paulatinamente al mayor

crecimiento de los socios comerciales y al impulso monetario inyectado en los meses previos, se seguía estando en un escenario en que la inflación convergería a la meta en el horizonte de dos años.

Un Consejero opinó que si bien las sorpresas inflacionarias se concentraban en los ítems más volátiles, de persistir de manera prolongada, podría tener efectos de segunda vuelta en los registros de inflación. Este era un tema que creía debía ser monitoreado en los próximos meses más que constituir un tema de preocupación para esta Reunión. A su juicio, el punto clave era que, más allá de la descomposición de la inflación en sus distintos grupos, el panorama era coherente con cifras de actividad en el sector no minero y cifras de empleo que eran similares a las que se habían venido anticipando y que sugerían que los efectos desinflacionarios de las brechas estaban siendo similares a los previstos.

Un Consejero señaló que si bien no parecía haber antecedentes que apuntaran a un escenario macro para la inflación significativamente diferente del previsto en el último IPoM, no se debía minimizar la magnitud de la sorpresa inflacionaria de junio, sino que se debía evaluar su significado y proyección en el tiempo. En particular, descartada una ampliación de las holguras de capacidad, cabía preguntarse si los efectos de segunda vuelta de una inflación total por debajo de la estimada en el IPoM podían llevar a prolongar su impacto y a influir sobre la inflación subyacente.

Varios Consejeros comentaron que la actividad interna evolucionaba en línea con lo anticipado. Destacaron las cifras de crecimiento de las importaciones, en particular las de bienes de capital, lo que daba sustento a la recuperación del PIB proyectada en el IPoM. Algunos Consejeros señalaron que el Imacec de mayo había confirmado los efectos transitorios de días hábiles que habían afectado adversamente al dato de abril.

Un Consejero recaló que los datos del mercado del trabajo y de importaciones eran positivos para las perspectivas del comportamiento del consumo y la inversión. El mayor dinamismo del empleo asalariado y de los salarios reales, unido a una reducción del pesimismo entre los consumidores, permitían no solo explicar el crecimiento reciente del consumo habitual y de durables, sino también reducir los riesgos de un deterioro de este componente de la demanda interna en el futuro inmediato. La evolución de las importaciones de bienes de capital ratificaba la visión de un comportamiento más dinámico de la inversión en maquinaria y equipos no mineros en relación con los demás componentes de la formación bruta de capital fijo. Ello no significaba que el menor crecimiento minero fuera irrelevante. Se debía evitar sobreestimar la velocidad de recuperación de la economía. Recordó que las proyecciones de

crecimiento del último IPoM se basaban en una velocidad de expansión mensual muy moderada, que se traducía en variaciones anuales más significativas al considerar bases bajas de comparación. Aun así, esta trayectoria era suficiente para detener la ampliación de la brecha de actividad hacia fines del 2017 y comenzar a reducirse a mediados del 2018.

Un Consejero señaló que no le parecía que la información sobre la evolución de la actividad y demanda interna fuera concluyente respecto de que se seguía estando en el escenario planteado en el IPoM, toda vez que el comportamiento de los componentes durables del gasto respondía posiblemente a la reposición de los *stocks* o una renovación ineludible, y, de hecho, las proyecciones de la actividad resto para el segundo trimestre del año se habían revisado a la baja.

En cuanto a la decisión de política, varios Consejeros coincidieron en que las novedades del último mes no eran suficientes para modificar el escenario de política monetaria planteado en junio y, por lo tanto, lo lógico era mantener la TPM en 2,5%.

Un Consejero argumentó que mantener la TPM era lo indicado, en tanto lo que se había observado en materia de inflación era un *shock* en los precios volátiles, cuyos efectos directos deberían desaparecer en el horizonte de política, sin afectar la evolución de la tendencia inflacionaria hacia la meta. Los indicadores de actividad y demanda, al menos por ahora, eran coherentes con esa evaluación.

Un Consejero consideró importante recordar que por los rezagos naturales con que actuaba la política monetaria, los efectos de las bajas de tasas deberían comenzar a notarse en la segunda mitad del año y comienzos del 2018. Así, señaló que lo que correspondía en esta Reunión era mantener la TPM en 2,5% y un sesgo neutral. Añadió que la inflación subyacente seguía alineada con las proyecciones, lo que le restaba dramatismo al registro de junio, ya que de una sorpresa aislada no se podía inferir un cambio de tendencia de la inflación. Agregó que la mejora incipiente en los indicadores de empleo asalariado, así como una leve aceleración en la variación anual de los salarios nominales, dificultaba que la cifra de variación mensual negativa del IPC produjera efectos de segunda vuelta. Finalizó recalando que en varias oportunidades el Consejo había dicho que no correspondía que la política monetaria reaccionara a un indicador puntual, sino que lo debía hacer ante cambios en el escenario de mediano plazo, lo que no había ocurrido.

Un Consejero fue de la opinión que la inflación de junio era un dato relevante a tomar en cuenta en la evaluación de los riesgos para la trayectoria de la inflación. Sin embargo, los antecedentes disponibles hasta ese momento no

sugieran una desviación relevante del escenario hacia mediano plazo planteado en el IPoM. Creía que la decisión más razonable era mantener la tasa en 2,5%, mantener el sesgo neutral, y evaluar juiciosamente en los antecedentes que fueran apareciendo en el futuro tanto las implicancias sobre el escenario base como sobre la conformación de los riesgos para la inflación de mediano plazo.

Un Consejero indicó que mientras el balance de riesgos para la actividad se mantenía equilibrado, emergía un riesgo a la baja en materia de inflación. De materializarse, no necesariamente se trataría de un cambio en el escenario macro, pero sí de una desviación en la trayectoria de la inflación suficientemente persistente como para demandar un ajuste técnico en la política monetaria. Por ejemplo, era importante evaluar si la persistencia de la inflación por debajo de la TPM nominal durante varios meses podía tener un impacto material en las condiciones financieras de mercado, que afectara el proceso de recuperación del ritmo de crecimiento. No obstante, la ponderación del riesgo de un cambio significativo en la trayectoria de la inflación requería de un análisis más profundo, idealmente respaldado por nuevos datos, que permitiera distinguir con más claridad los factores que podrían incidir sobre las proyecciones de inflación en el horizonte de política y la magnitud de dicho impacto. A este respecto, era importante resaltar la importancia de que las decisiones de política monetaria no solo fueran bien justificadas, sino que proporcionaran al mercado los elementos suficientes para interpretarlas y entender su significado. Por esta razón, votó por mantener la TPM en 2,5%, a la espera de nuevos antecedentes que permitieran evaluar la probabilidad de un desvío significativo de la trayectoria de la inflación.

Un Consejero consideró que la suma de noticias justificaba un incremento moderado del estímulo monetario, por lo que votó por reducir la TPM en 25 puntos base (pb). A su juicio, los datos conocidos desde el IPoM de junio reducían la inflación proyectada a un año plazo, lo que tendría implicancias sobre la dinámica de la inflación subyacente y también de los salarios, por su proceso de indexación. Las condiciones financieras se habían vuelto más restrictivas, lo que se apreciaba en el alza de las tasas de interés en UF a 1 y 2 años, a lo que se añadía el aumento de las tasas de interés a plazos más largos y los cambios en la encuesta de crédito. Adicionalmente, varias medidas de expectativas de inflación estaban por debajo de 3% y en niveles cerca o por debajo de sus mínimos de varios años. Lo anterior, a pesar de que la trayectoria para la TPM estaba, en mayor o menor grado, por debajo de la que se tenía un mes atrás y con una sorpresa inflacionaria que se consideraba de una sola vez. Respecto del balance de costos y beneficios, indicó que le costaba ver los costos de bajar la TPM en 25pb dada la suma de antecedentes anteriores. Señaló que el hecho que

las encuestas no contemplaran de manera mayoritaria un ajuste en esta Reunión no debía ser impedimento, puesto que la política monetaria debía ser oportuna y actuar con la flexibilidad necesaria. Por otro lado, prosiguió, el principal riesgo de mantener la TPM era lo difícil de sostener el mismo diagnóstico de política del IPoM, cuando las noticias iban en la dirección de aumentar los riesgos de una postergación relevante de la convergencia de la inflación a la meta.

Respecto del Comunicado, varios Consejeros consideraron adecuado mantener el sesgo neutro. Un Consejero indicó, no obstante, que un cambio de este sesgo no era una condición necesaria para ajustar posteriormente la tasa. Un Consejero señaló que, a su juicio, un mensaje similar al del mes pasado sugería que la inflación convergería a la meta independientemente del accionar de política, lo cual no era efectivo. Por ello, consideraba que la comunicación debería indicar que el Banco tenía claro que los riesgos de una postergación de la convergencia de la inflación a 3% eran mayores, y que la política monetaria reaccionaría apropiadamente, fuese esto bajando la TPM en 25pb en esta Reunión o incorporando un sesgo a la baja en el Comunicado.

### 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%.