

Reunión de Política Monetaria

MAYO 2017

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°246, celebrada el 18 de mayo 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.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe, don Juan Pablo Araya Marco; el Gerente de División Estudios, don Alberto Naudon Dell'Oro; el Gerente de División Mercados Financieros, don Beltrán de Ramón Acevedo; la Gerente de División Política Financiera, doña Solange Berstein Jáuregui; la Gerente de División Estadísticas, doña Gloria Peña Tapia; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Miguel Fuentes Díaz; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Gerente de Investigación Económica, don Diego Saravia Tamayo; el Gerente de Gerente Modelación y Análisis Económico, don Elías Albagli Iruretagoyena; 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 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^{1/}.

La información recogida durante el mes y los primeros análisis realizados para el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio no sugerían variaciones importantes respecto del escenario base planteado en marzo. Respecto de la actividad, tanto los datos de oferta como los de demanda del primer trimestre del año eran coherentes con el escenario de mayor debilidad del crecimiento

planteado en dicho IPoM. Más allá de los efectos negativos asociados a la producción minera, esta debilidad se había continuado observando con particular fuerza en algunos sectores relacionados con la inversión, como la construcción y los servicios empresariales, y, en menor medida, en aquellos relacionados con el consumo privado habitual, que había mantenido tasas de crecimiento por debajo de 2%. Todos estos sectores solían tener además un grado de persistencia relativamente mayor.

La excepción habían sido algunas líneas de la demanda, muy relacionadas con productos importados, como los bienes de consumo durables y la inversión en máquinas y equipos, cuyo comportamiento había sido más dinámico de lo previsto. Ello, unido al crecimiento en el primer trimestre por sobre 5% anual del consumo de Gobierno, explicaba buena parte del comportamiento levemente mejor del PIB resto en ese periodo. A juicio de la División Estudios, de estas buenas noticias no se podía colegir una tendencia más favorable en el escenario de recuperación, en parte, por el carácter más bien transitorio que se le atribuía a algunos de los indicadores. Además, porque estas líneas tenían un impacto moderado en el PIB, debido a su significativo componente importado. Por último, estas noticias positivas se daban en un contexto donde había otros elementos que sugerían un riesgo de debilidad. En particular, preocupaba la débil evolución del mercado del trabajo, considerando que el comportamiento de pago de los hogares en el sistema bancario mostraba algunos signos de empeoramiento que podrían intensificarse durante el año, como sugería el análisis preparatorio del IEF del primer semestre del 2017. Esto podía entenderse como una señal de debilitamiento de la capacidad de los hogares para generar ingresos.

También en línea con el análisis de marzo, la evaluación del escenario externo indicaba que este colaboraría en la recuperación de un mayor ritmo de crecimiento hacia fines de este año y el próximo, lo que unido al proyectado fin del ajuste en la inversión minera, a un contexto macro balanceado y a una política monetaria claramente expansiva, mantenía la visión de una recuperación de un ritmo de crecimiento coherente con el potencial de la economía y con el cierre parcial de las brechas de capacidad hacia fines del horizonte de proyección. Con todo, se proyectaba que el proceso de cierre de brechas sería gradual, lo que mantendría acotadas las presiones inflacionarias provenientes de la demanda.

La inflación había evolucionado de acuerdo con lo esperado, con una importante desaceleración de los componentes transables y un ajuste más moderado en los no transables. Las proyecciones preliminares para el IPoM tampoco sugerían cambios relevantes en la trayectoria de convergencia. Así, la orientación general de la política monetaria requerida para la convergencia de la inflación no era diferente de la considerada en las últimas Reuniones, es decir, se estimaba que

^{1/} <http://www.bcentral.cl>

era necesaria una moderada ampliación del impulso monetario en el corto plazo y una normalización gradual del mismo a medida que la economía se recuperara. Cabía recordar que el escenario base contemplaba una caída de la inflación en el corto plazo y una actividad todavía débil en los meses venideros, de modo que se debía considerar también que el actual supuesto de tasa era coherente con nuevas bajas de estas variables en los próximos meses.

Coherente con dicho escenario, surgían naturalmente dos opciones: mantener la tasa en 2,75%, manteniendo también el sesgo expansivo, o recortar la tasa en 25 puntos base (pb), llevándola a 2,5%, señalando un sesgo neutro. Las consecuencias de una u otra acción, ambas coherentes con las expectativas del mercado, eran de segundo orden desde un punto de vista de las proyecciones. Sin embargo, tenían ciertas diferencias en los mensajes, que valía la pena considerar.

Bajar la tasa dejando un sesgo neutral implicaba comunicar con mayor fuerza que, dadas las condiciones actuales, 2,5% era un piso para el nivel de la tasa. Por cierto, de darse noticias relevantes en una u otra dirección ello no implicaba que no se pudiera alterar rápidamente el curso de la política monetaria; en efecto, no había ninguna norma que impidiera mover la TPM sin cambiar previamente el sesgo. Por otra parte, el costo asociado a bajar y poner un sesgo neutro era que podía ser leído como introducir una inflexibilidad innecesaria en la toma de decisiones. Sin embargo, se debía reconocer que la política monetaria se encontraba en niveles claramente expansivos, con una tasa real que se ubicaría —si se bajaba a 2,5%— entre 125 y 175pb por debajo de la tasa de interés neutral. Además, se esperaba que permaneciera por un buen tiempo en estos niveles bajos, como se desprendía del supuesto de trabajo del Consejo y de las tasas de mercado. La ampliación del impulso monetario se había ido trasladando además hacia las tasas de mercado, en línea con lo esperado, por lo que el impulso monetario en el mercado y en la curva, en particular, era adecuado.

Mantener la TPM en 2,75%, dejando el sesgo a la baja, dejaba, por el contrario, abierta la discusión respecto de cuán necesario era modificar el impulso en el futuro, tanto porque de darse mejores datos se podría pensar que no sería necesario materializar una baja adicional o porque podría ser necesario incluso un ajuste algo mayor. Los grados de flexibilidad siempre eran útiles, especialmente si el escenario base no estaba bien asentado. Pero también tenían costos, que se relacionaban con que se podía dar la sensación de que se quería hacer un excesivo *fine-tuning*, poniendo demasiado peso en pequeños movimientos de la TPM, por sobre la orientación general de la política monetaria. Por otra parte, dados los rezagos normales con que actuaba la política monetaria y la falta de precisión respecto de cómo eran esos rezagos, había un costo en dejar la política monetaria muy abierta. En particular, después de sucesivas bajas, era útil generar

un espacio para revisar si los efectos de la política monetaria eran acordes a lo esperado, evaluación que sería más limpia si se comunicaba al mercado que se preveía una pausa temporal. Por último, mantener abierta la discusión sobre el nivel adecuado para la TPM por mucho tiempo podía inducir a sobre-reaccionar a las noticias de corto plazo.

2. Decisión de política monetaria

Varios Consejeros coincidieron en que el escenario externo no presentaba cambios significativos respecto de lo delineado en el último IPoM, confirmándose las señales de mayor crecimiento en el mundo desarrollado. Varios Consejeros se refirieron a la volatilidad en los mercados financieros en los días inmediatamente anteriores a la Reunión, que aparecía como un recordatorio de la plena vigencia de los riesgos presentes.

Un Consejero destacó que los flujos de capitales a emergentes se habían mantenido sólidos, pero que se percibía alguna preocupación por el impacto que podrían tener las acciones futuras de la Reserva Federal (Fed) sobre ellos. En su opinión, las últimas turbulencias políticas en EE.UU. reducían la probabilidad de una trayectoria de alzas muy agresiva, lo que podría apoyar cierta normalidad de los flujos. En todo caso, señaló, estaba por verse si los eventos recientes en Brasil tendrían impactos en dichos flujos y en la forma como los mercados valoraran los riesgos políticos.

Un Consejero resaltó que se habían revertido, en parte, las visiones de un impulso fiscal masivo o de una política más agresiva por parte de la Fed que podría haber tenido efectos en las tasas de largo plazo. Así, con la consolidación del panorama de crecimiento externo, el panorama para los países emergentes continuaba siendo favorable.

En lo interno, varios Consejeros consideraron que, en líneas gruesas, el escenario no difería mayormente del delineado en el IPoM de marzo. Un Consejero comentó las sorpresas positivas de la actividad en la industria y el comercio, así como otras menos auspiciosas en servicios empresariales y construcción. Por el lado de la demanda, el consumo mantenía una tasa de expansión relativamente estable, mientras en la inversión destacaba el crecimiento de maquinaria y equipos y la contracción del componente construcción y obras. Como riesgos para las perspectivas del consumo se tenían los incrementos de la mora y la debilidad de la masa salarial. Un Consejero señaló que el bajo dinamismo del mercado laboral reflejaba que, después de un largo tiempo de menor crecimiento, las perspectivas de contratación se habían ido debilitando.

Un Consejero resaltó que, por un lado, había noticias más positivas, como las relacionadas con los componentes del consumo durable, la inversión en maquinaria y equipos y algunos sectores vinculados al escenario internacional, como la industria salmonera. Sin embargo, por otro lado, los sectores no transables o los servicios ligados al mercado laboral habían estado más lentos. En este sentido, acotó, las revisiones a la baja en la inversión inmobiliaria y en la construcción eran de primer orden. Estas novedades tenían una interpretación distinta en términos de persistencia, pues, por definición, los sectores no transables eran más persistentes, mientras que en los transables, como, por ejemplo, el consumo durable, había componentes de recuperación de *stocks* que eran por una sola vez.

Un Consejero opinó que una parte importante del bajo crecimiento tenía fuertes componentes transitorios, asociados a la actividad minera y también al impacto puntual del paro del sector público de fines del año pasado. De hecho, en su opinión, había bastantes signos de recuperación asociados al consumo, especialmente durable, y a la inversión en maquinaria y equipos, a pesar de la caída de la inversión en construcción, la que veía influenciada por el ciclo inmobiliario y por la debilidad de la inversión minera y en infraestructura que debería tener una persistencia adicional.

Un Consejero indicó que el consumo se había sostenido de la mano de una mejora de las expectativas de los consumidores, compensando la mayor debilidad en el mercado del trabajo. La inversión había mantenido áreas importantes de debilidad, particularmente la construcción y la infraestructura. Por sectores, se había prolongado la debilidad de la minería, con *shocks* idiosincráticos algo mayores y más largos de lo previsto, cuyo impacto había permeado a otros sectores, como la generación eléctrica y los servicios empresariales y de ingeniería. El comercio había recuperado dinamismo, mientras el sector industrial había revertido las pérdidas de meses anteriores. De este modo, se tendía a confirmar un escenario de debilidad en la actividad, que se había vuelto especialmente marcado entre fines del 2016 y el primer trimestre del 2017. No obstante, el escenario contemplaba que la mejora en las condiciones externas, sumada a factores propios del ciclo, como la evolución de los inventarios y las necesidades de reposición de capital, permitiría recuperar gradualmente el ritmo de crecimiento desde la segunda mitad del 2017.

Respecto de la inflación, varios Consejeros destacaron que había seguido de acuerdo con lo anticipado. Algunos Consejeros comentaron que las diversas medidas de expectativas estaban muy alineadas con el escenario base del IPoM. Algunos Consejeros destacaron que en el corto plazo se vería una caída relevante en las cifras de inflación total y subyacente, especialmente en la total, reflejando

principalmente el impacto cambiario. También, de acuerdo con un Consejero, por la ampliación de la brecha de actividad.

Un Consejero señaló que la combinación de factores internos y externos había generado, más allá de los datos de alta frecuencia, una mayor estabilidad de la paridad peso-dólar, lo que al combinarse con cambios en precios relativos apuntaba a un tipo de cambio real más cercano a su promedio histórico.

En cuanto al análisis de las opciones de política, varios Consejeros concordaron en la validez de las alternativas planteadas por la División Estudios. Un Consejero consideró que mantener la tasa de instancia en 2,75% con sesgo a la baja era plenamente coherente con los antecedentes conocidos y, además, era lo esperado por el mercado. Tenía la ventaja de que permitía esperar el cierre del análisis del IPoM antes de dar señales de estabilidad de tasa y permitía calibrar mejor los acontecimientos recientes en los mercados. La opción de bajar un cuarto de punto, eliminando el sesgo a la baja, si bien se anticipaba en algo a las expectativas de mercado en su dimensión temporal, tampoco sorprendería mayormente, permitía quitar el sesgo y clarificar las señales de política que se consideraban coherentes con la situación macroeconómica. Ello era precisamente lo que llevaba a este Consejero a inclinarse por esta segunda opción y dar así una señal más clara respecto de que había llegado el momento de estabilizar la TPM.

Un Consejero señaló que en esta ocasión tendían a predominar los antecedentes de tipo tácticos o comunicacionales. Entre ellos, había tres factores que quería comentar. En primer lugar, el uso del término “piso” o “cerrar el proceso” podía prestarse a confusión, ya que podía dar una sensación de flexibilidad en una sola dirección, sobre todo si se estaba indicando un sesgo neutral. En segundo lugar, era importante destacar que un sesgo neutral no era un “compromiso” de mantención de tasa. En tercer lugar, se debía distinguir entre movimientos de la TPM esperados y no esperados. En este último caso, correspondía esperar algunos meses para evaluar los efectos de dicho movimiento, en particular, si se traspasaba a los mercados, los precios de los activos, no así cuando los movimientos eran esperados. Dado que los movimientos de TPM en el último tiempo estaban dentro de lo que el mercado esperaba, lo que correspondía analizar en los próximos meses no era el efecto de las bajas de tasa, sino que ver si las perspectivas inflacionarias de mediano plazo y el escenario macro en su conjunto eran coherentes con el escenario base. Con todo, votaba por bajar la TPM y dejar un sesgo neutro, en el entendido de que eso no limitaba la flexibilidad para actuar en los próximos meses.

Un Consejero expresó sus dudas de que fuera necesario un estímulo monetario adicional. A su juicio, el panorama futuro era algo más positivo que el

escenario planteado por la División Estudios. Respecto de los fundamentos del consumo privado, la masa salarial real crecía a tasas superiores a las de un año atrás, las tasas de interés eran más bajas y los indicadores de confianza de los consumidores, algo mejores. El crédito bancario también mostraba alguna recuperación en sus tasas de crecimiento. Creía que estos elementos daban un soporte significativo a una continuación del dinamismo moderado del consumo privado, con un paulatino mejoramiento del consumo habitual y una desaceleración del consumo durable. Esto, unido a una recuperación moderada de la inversión no habitacional, debería ser suficiente para sostener una recuperación más sólida hacia fines de este año y comienzos del 2018, en línea o algo por encima del escenario base. Su voto era por mantener la TPM en 2,75% y esperar a ver si el escenario de mayor fortaleza en los fundamentos del consumo se mantenía. Posiblemente, en su opinión, esto sería más coherente con mantener la tasa en el nivel actual y eliminar el sesgo a la baja en esta Reunión, aunque ello podría crear algo de confusión sin un análisis más detallado, el que se entregaría en el próximo IPoM.

Un Consejero recalcó que la política monetaria había reaccionado oportunamente al bajón desde finales del 2016, anticipándose a un escenario de mayores holguras y menores presiones inflacionarias. Las cifras del último tiempo confirmaban esa debilidad y las proyecciones de recuperación lenta continuaban plenamente vigentes. Así, las condiciones que justificaban la mantención de un estímulo monetario prolongado subsistían, a la espera que se concretaran cifras de mayor crecimiento en la segunda parte de este año. En este contexto, la opción de mantener era perfectamente válida para recabar más información antes de evaluar la pertinencia de llevar la tasa a 2,5%. Por otro lado, de acuerdo con las proyecciones internas, una rebaja adicional estaba dentro del espacio razonable para la TPM en el escenario base. La actividad continuaba débil y la persistencia de un bajo crecimiento por un tiempo más largo podría deteriorar la fortaleza mostrada por el mercado del trabajo y el consumo, que seguía siendo el principal impulsor del crecimiento. Los riesgos y costos de una postergación de la recuperación, que ya se había prolongado por varios años, podría debilitar los fundamentos del mercado laboral de manera más importante y, dado que las expectativas de inflación estaban bien ancladas, privilegiaba una baja de la tasa de interés a 2,5% en esta Reunión. Con ello, la política monetaria alcanzaba un grado significativo de expansividad y, considerando las perspectivas internas y de mercado respecto de la inflación y la actividad, lo más esperable era que permaneciera en 2,5% por varios trimestres.

Un Consejero consideró útil recapitular sobre cómo habían evolucionado las condiciones económicas en el último año y la respuesta de la política monetaria. Respecto de la actividad, desde el segundo trimestre del 2016 se había producido

una acentuación de la fase negativa del ciclo económico, que amplió la brecha de actividad en alrededor de un punto porcentual. En este período, la inflación subyacente se redujo también en alrededor de un punto porcentual. Esto sugería que la TPM debería ubicarse en alrededor de 100pb por debajo de la vigente en el primer trimestre del 2016. Como ya se habían recortado 75pb, se justificaría una reducción adicional de 25pb para completar el ajuste de la política monetaria. En cuanto a la oportunidad de la rebaja, consideró que existía suficiente evidencia para adoptar el ajuste en esta Reunión, pues, dados los rezagos con que actuaba la política monetaria, una postergación arriesgaría una pérdida de oportunidad para reforzar la recuperación de la demanda interna y de los precios. Además, la prolongación del bajo crecimiento había ido produciendo un desgaste algo más visible en los indicadores financieros. La mayor volatilidad de los mercados financieros de las últimas horas, gatillada por eventos políticos en EE.UU. y Brasil, no debería apartar al Consejo de la visión de mediano plazo sobre la que debían sustentarse las decisiones de política monetaria. Al mismo tiempo, estimaba que la orientación de la política monetaria podía volver a un sesgo neutro, permitiendo que en los próximos meses el impulso expansivo permeara a la economía, revirtiendo gradualmente los bajos valores que se preveían para la variación del IPC para entonces. El IPoM de junio sería una buena oportunidad para profundizar el análisis de la evolución previsible en el corto y mediano plazo. Ello no debería ser obstáculo, sin embargo, para mantener un monitoreo de aquellos factores que pudieran apartar a la economía y a la tasa de inflación significativamente de su trayectoria esperada en el horizonte de la política monetaria.

3. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Marcel, del Vicepresidente señor Claro y de los Consejeros señor García y señora Costa, reducir la TPM en 25 puntos base, hasta 2,5%. El Consejero señor Vial votó por mantener la TPM en 2,75%.