

Reunión de Política Monetaria

ENERO 2017

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°242, celebrada el 19 de enero de 2017.

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

Asiste el Ministro de Hacienda, don Rodrigo Valdés Pulido.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Pablo Mattar Oyarzún; el Gerente de División Estudios, don Alberto Naudon Dell'Oro; el Gerente de División Mercados Financieros Subrogante, don Ricardo Consiglio Fonck; el Gerente de División Política Financiera, don Claudio Raddatz Kiefer; la Gerente de División Estadísticas, doña Gloria Peña Tapia; 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; el Jefe del Departamento de Análisis de Coyuntura, don Wildo González Portillo; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Claudio Soto Gamboa; 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/}.

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

Del análisis de la Reunión pasada y del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre se había concluido que la combinación de un panorama de menor inflación y actividad algo más débil hacía necesario un recorte de la TPM de 50 puntos base (pb) durante la primera parte del año, impulso que debería deshacerse en la medida que las condiciones macroeconómicas se normalizaran. En ese contexto, la Gerencia de División Estudios sugirió discutir las opciones de política monetaria de esa Reunión en torno a la conveniencia de apurar o retrasar la materialización de dicho recorte, y analizarlas a la luz del balance de riesgos y de los costos asociados a los mismos.

Para esta Reunión, las noticias reafirmaban dichas tendencias para la inflación y la actividad.

Respecto de la actividad, el IMACEC de noviembre había sido menor que lo esperado, con una importante sorpresa negativa del componente Resto, que creció un magro 0,4% anual. Como era usual, en ello habían incidido tanto componentes transitorios como otros que se percibían más persistentes, pero la evaluación global era que el dato era reflejo de una economía que continuaba muy débil. Ello se condecía con expectativas de consumidores y empresarios que, más allá de los cambios en el margen, seguían en niveles muy bajos, con una inversión que no daba visos de repuntar, con un crecimiento prácticamente nulo del empleo asalariado y con niveles de incertidumbre interna y externa que seguían altos. La información recogida hasta ahora para el Informe de Percepciones de Negocios (IPN), que se publicaría un par de semanas después de la Reunión, también apuntaba en esa dirección. Si bien no se percibía una debilidad significativamente más marcada que hace unos meses, la percepción generalizada de los entrevistados era de una economía que no repuntaba y de un crecimiento que se mantendría bajo por todo el año.

Respecto de las implicancias de estos datos para las perspectivas de recuperación del crecimiento hacia fines de año, se consideraba que todavía no había suficiente información como para cambiar de manera significativa la visión presentada en el IPoM de diciembre, donde ya se había corregido a la baja el pronóstico de crecimiento. Por una parte, más allá de la incertidumbre sobre los cambios de políticas económicas en EE.UU. y otros riesgos destacados en el IPoM, el impulso externo se preveía positivo, con precios de materias primas al alza, condiciones financieras que habían mejorado y una actividad que se consolidaba en las economías desarrolladas. En el plano local, las condiciones financieras se recuperaban después del estrechamiento post elección en EE.UU., como lo mostraba la evolución de las tasas largas (no muy influenciadas por la política monetaria). Por otra parte, el consumo se había mostrado algo más dinámico,

reflejo de que el mercado laboral había encontrado formas más suaves de ajustarse. No en vano el desempleo se ubicaba en 6,2% y los salarios reales crecían cerca de sus promedios históricos.

La inflación también había sorprendido a la baja, con una diferencia respecto de lo proyectado en diciembre, asociada tanto a elementos no *core* como a algunos bienes más sensibles al tipo de cambio. El análisis de los datos recientes tendía a confirmar que la reducción de la inflación en los últimos meses estaba fuertemente asociada al comportamiento del tipo de cambio y, en menor medida, a la presencia de holguras de capacidad.

Con todo, era importante notar que la proyección de mediano plazo para la inflación dependía de manera importante del supuesto de recuperación de la actividad, pues no se esperaban grandes variaciones del tipo de cambio real a ese plazo. La convergencia de la inflación a 3% descansaba en que las holguras de capacidad, que hoy se juzgaban acotadas, no se ampliaban significativamente en el futuro y, de hecho, comenzaban a cerrarse dentro del horizonte de política. En este sentido, se reafirmaba la importancia de la actividad en la proyección de inflación, por más que no hubiese sido el determinante principal de la evolución de la inflación en los últimos años.

En el corto plazo, el tipo de cambio seguiría siendo un determinante relevante. Así, lo que hiciera o no hiciera la Reserva Federal (Fed) era un factor muy importante para la evolución de la inflación en el corto plazo. Sin embargo, como se había mencionado en ocasiones anteriores, el marco de política de metas de inflación permitía absorber los efectos de fluctuaciones cambiarias sin sobre-reaccionar a ellas. Lo que finalmente importaba era el impacto en la proyección de inflación de mediano plazo, lo que dependía de varios elementos, entre ellos el grado de persistencia de los *shocks*, el estado cíclico de la economía y el contexto en que se dieran las alzas de tasas en EE.UU.

La visión de mercado era similar a las proyecciones internas, tanto para la inflación a 12 y 24 meses como para el crecimiento del PIB de este año. De todas formas, la trayectoria implícita para la TPM había tendido a ubicarse algo por debajo del supuesto de trabajo del IPoM, quizás porque el mercado esperaba una recuperación lenta hacia el 2018.

En este contexto, la Gerencia de División Estudios consideraba que la necesidad de bajar la TPM en 50pb se había reafirmado y que, dados los riesgos y la evolución en la punta de la inflación y la actividad, sería conveniente hacerlo algo más rápido que lo previsto. Al mismo tiempo, los datos conocidos no sugerían la necesidad de ampliar el recorte de tasas previsto en el escenario base del IPoM.

Esto último sería coherente con un escenario de debilidad más duradera, el que, como se mencionó, no formaba parte del escenario base.

En estas circunstancias, las opciones que aparecían naturalmente eran recortar la TPM en 25pb, manteniendo el sesgo expansivo, o bajarla en 50pb, cambiando el sesgo a neutral. Desde el punto de vista de los modelos de proyección, bajar 50pb de una vez o en breve plazo, no implicaba grandes diferencias. Por eso, en esta ocasión, al evaluar los pros y contras de estas opciones parecía que lo más relevante era destacar los aspectos comunicacionales. Recortar 50pb tenía el inconveniente que sorprendería al mercado, con el riesgo de ser interpretado como un cambio más fundamental en la visión del Banco respecto del escenario base del último IPoM. Esto podría dar pie a una interpretación que se realizarían recortes mayores que 50pb, una posición que hoy no suscitaba consenso dentro del Consejo. La ventaja evidente de esta opción era que si se materializaba el escenario de recuperación más lenta de la economía, se estaría en mejor pie para proveerle un mayor impulso.

Por el contrario, la opción de reducir la TPM en 25pb tenía la ventaja de estar en sintonía con el mercado, lo que minimizaba los problemas comunicacionales. Por otra parte, entregaba algo más flexibilidad en la implementación de la política monetaria al dejar abierta la oportunidad del segundo recorte, lo que siempre era bueno por la volatilidad de los datos y la dificultad de su interpretación.

2. Decisión de política monetaria

En el frente externo, varios Consejeros coincidieron en que el escenario era algo más favorable que hace algunos meses, pero que persistían riesgos importantes. Entre varios elementos, destacaron que la actividad económica en el mundo desarrollado estaba mejorando y que las preocupaciones por la deflación se habían ido disipando, y se comenzaban a escuchar voces de alerta ante las alzas de precios. Además, las tasas de interés en EE.UU. habían iniciado un proceso, posiblemente lento, de alzas en un entorno de creciente normalidad. China no había empeorado y los precios de materias primas claves, como el petróleo y el cobre, se habían mantenido en niveles más altos que en el año pasado. Se indicó también que seguían existiendo riesgos importantes, como, por ejemplo, la trayectoria de las tasas de interés en EE.UU. y los efectos que podrían tener en la economía mundial las posibles medidas proteccionistas anunciadas por el nuevo gobierno estadounidense. Un Consejero resaltó que la Fed había dado una señal más explícita sobre los aumentos de tasas en los próximos años, que, sumada a las expectativas de las acciones fiscales de un nuevo gobierno, había empujado al alza las tasas de largo plazo de manera significativa, al

mismo tiempo que había propiciado un fortalecimiento del dólar. Agregó que era interesante notar que si bien parte de estos efectos se habían revertido o matizado en las últimas semanas, la idea que la economía estadounidense estaba recuperándose se había acentuado.

Sobre la evolución del escenario local, todos los Consejeros destacaron las sorpresas a la baja en la actividad y la inflación. Un Consejero señaló que, en todo caso, observaba un escenario más bien matizado. Por el lado negativo, había que dar cuenta de dos meses consecutivos de sorpresas negativas en el IMACEC, reflejo, entre otras cosas, del pobre desempeño de la minería y del ajuste de la actividad de la construcción residencial, después de haberse agotado el impulso transitorio dado por el aumento del IVA a la venta de viviendas nuevas. También había noticias negativas por el lado de los servicios, pero allí era más difícil identificar la persistencia o transitoriedad de las noticias. En lo positivo, había que anotar un aumento del consumo privado algo mayor que lo anticipado, soportado por mejoras en los ingresos laborales y alguna recuperación parcial de las expectativas de consumidores, así como por favorables condiciones de acceso al crédito. La tasa de desempleo continuaba baja, aunque contenida en parte por un aumento del empleo por cuenta propia.

Un Consejero destacó que los datos internos contrastaban con un entorno externo que podría calificarse como algo más favorable. Además, las últimas cifras de la actividad que excluía minería eran llamativas, porque se daban luego de tres trimestres en que, en un ambiente general de debilidad y de pesimismo, mostraban un escenario que era algo más auspicioso, lo que, a su juicio, era un contraste importante. Además, era especialmente notorio cómo convivía una debilidad en las cifras de inversión, donde destacaba en el margen la peor perspectiva sobre la construcción, con cifras de consumo que seguían mostrando dinamismo, soportadas por un ingreso disponible que crecía de manera importante, con condiciones financieras que seguían holgadas y con una mejora en el margen en los indicadores de confianza.

Un Consejero resaltó que los datos más recientes habían tendido a confirmar el escenario del IPoM, que consideraba la necesidad de una política monetaria más expansiva. Destacó que aunque los datos disponibles tendían a ratificar la expectativa de un repunte del crecimiento económico local en el segundo semestre del 2017, esta trayectoria, que explicaría la convergencia de la inflación a la meta en el 2018, era incierta aún.

Un Consejero señaló que concordaba con la visión de que, más allá de datos puntuales, el principal determinante de la caída de la inflación era la evolución del tipo de cambio. Sin embargo, no podía desconocerse que los efectos de la persistente mayor debilidad podrían estar afectando también el grado de traspaso

cambiario. De todos modos, también era importante enfatizar que las perspectivas de inflación a diferentes plazos, tanto a 12 como a 24 meses, no solo las internas, sino que también las diferentes medidas de mercado, se habían mantenido muy estables, apuntando a una inflación algo bajo 3% hacia fines de este año y en 3% para fines del 2018. Este Consejero también mencionó que valía la pena destacar que desde las elecciones en EE.UU. las tasas largas en Chile se habían devuelto completamente, mientras que el peso se había apreciado nuevamente de manera relevante. Probablemente, había contribuido a ello el tono general de algo mayor optimismo en los mercados en general y la idea que las principales economías desarrolladas, a las cuales era importante sumar a China, se encontraban en un mejor pie que lo anticipado hasta hace pocos meses.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que el escenario del IPoM, que consideraba un relajamiento monetario, seguía siendo válido. Un Consejero indicó que las noticias coyunturales planteaban que era apropiado adelantar dicho ajuste y por ello las opciones de 25 o de 50pb de reducción de la TPM eran las adecuadas. Sobre cuál de los dos era la mejor, creía que había dos aspectos centrales. El primero se refería a las noticias en actividad, precios y lo que había ocurrido con los mercados financieros. Los antecedentes eran coherentes con un escenario donde era esperable que las presiones desinflacionarias fueran, en el corto plazo, incluso más intensas que las consideradas en el IPoM. El segundo conjunto era la constelación de antecedentes sobre el ritmo de crecimiento de la economía hacia el 2018, la evolución del mercado laboral, el desempeño del consumo y, por supuesto también, el escenario internacional y la interpretación de las noticias al respecto. Todos estos antecedentes eran particularmente inciertos y seguían siendo ambiguos tanto en términos de su persistencia como de su efecto en las presiones inflacionarias de mediano plazo. Frente a estos dos tipos de consideraciones, creía que lo que debía pesar más eran los elementos más ciertos de la coyuntura, que apuntaban en una dirección bastante inequívoca respecto de la importancia de reducir la TPM en al menos 50pb. A su juicio, el principal obstáculo para una reducción de 50pb de una sola vez no era que no fuese esperado por el mercado, sino que, debido a la forma como se hacía la política monetaria, requeriría dar una señal sobre la dirección posterior. En lo personal, creía que hacía falta un relajamiento mayor que el que se contemplaba en el IPoM, similar, quizás, al que tenía el mercado. Sin embargo, creía que aún era demasiado pronto para aunar criterios al respecto y dar una visión colegiada sobre la conducción de la política monetaria en ese escenario. Por ello, se inclinaba por reducir la TPM en 25pb, hasta 3,25%, manteniendo el sesgo del Comunicado. Esto, le permitiría al Consejo mantener la flexibilidad necesaria para continuar aumentando el estímulo monetario en los meses venideros, a un ritmo y magnitud acordes con lo que demanden las perspectivas de mediano plazo para la inflación.

Un Consejero indicó que, a su juicio, las opciones planteadas no eran las adecuadas, en particular por los riesgos que suponía un descenso de 50pb en la TPM. Destacó que la discusión sobre la posición cíclica de la economía tendía a enfatizar mucho los cambios en el margen. Por ejemplo, cuánto debía cambiar la TPM para prevenir que un determinado movimiento en la brecha o el tipo de cambio desviara la inflación de la meta. En su opinión, eso estaba bien, pero necesariamente debía considerar también los niveles de las variables. No era lo mismo una baja de 50pb cuando la TPM estaba en un nivel neutral —por ejemplo 5%— que cuando se encontraba en un nivel claramente expansivo y muy cercano a la meta de inflación. Su efectividad era distinta y los riesgos diferentes. Asimismo, también se debía considerar el nivel de la brecha —suponiendo que podía ser bien medida en tiempo real—, los niveles de endeudamiento, la inflación, etc. Así, creía que la opción de reducir 50pb sería perfectamente razonable si la TPM se encontrase cerca de su nivel neutral, la inflación estuviera bajo el rango de tolerancia y la tasa de desempleo significativamente por encima de sus promedios históricos. Sin embargo, nada de eso estaba ocurriendo ahora. Además, desde comienzos de la década pasada, la TPM solo se había ubicado por debajo de la meta de inflación en forma significativa en periodos que se podrían considerar extraordinarios, ya sea por la persistencia de tasas de desempleo por encima de 10% o en la recesión del 2009. Por supuesto, indicó, se podría argumentar que era preferible adelantarse a los hechos y actuar en forma preventiva, pero eso requería un balance cuidadoso de los riesgos. Entre ellos, era necesario tener un grado razonable de seguridad de que la economía se encaminaba a un deterioro adicional; por otra, había que tomar en cuenta también el entorno externo, tanto por el posible impulso o freno que pudiese venir desde el exterior como por los impactos cambiarios e inflacionarios de moverse en sintonía o a contramano de las tendencias de las tasas externas. Por otro lado, había otros riesgos importantes que era necesario considerar. Uno de ellos relacionado con la estabilidad financiera y la posibilidad que, ante la preocupación por los niveles de deuda de algunos agentes, una baja más agresiva de la TPM indujera a un mayor endeudamiento en el corto plazo. Otro riesgo eran las reacciones de mercado. A estos niveles de tasas, un impulso adicional de rebajas era relativamente bajo. Frente a esto, era posible que surgiera la presión por aumentar la dosis del estímulo, con lo que los riesgos antes mencionados se exacerbaban. Por todo lo anterior, creía que no se cumplían las condiciones para bajar la tasa de manera sustancial, y que los riesgos de moverse en esa dirección eran claramente mayores que los beneficios. A su juicio, para sacar la economía de su trayectoria de bajo crecimiento se requeriría un impulso masivo de la inversión, que en lo grueso solo podía venir del sector privado. Una condición necesaria para ese impulso era la existencia de condiciones favorables de financiamiento, pero esa no era la restricción relevante hoy, cuando el costo y el acceso al crédito interno y externo

eran muy positivos, tanto en términos absolutos como en relación con nuestra historia financiera. De este modo, para él, las opciones relevantes eran mantener la TPM en 3,5%, justificada principalmente por la conveniencia de esperar a nuevos antecedentes que permitieran comprobar que la desaceleración de la actividad y la inflación eran más persistentes, o bajarla en 25pb, para actuar en forma preventiva, dentro de los acotados márgenes de maniobra que brindaba la situación actual. Los antecedentes que respaldaban una u otra opción estaban bastante equilibrados. Sin embargo, dado que en el IPoM se señalaron bajas de tasas en la eventualidad de una desaceleración adicional, y que el mercado anticipaba en forma casi unánime que ello ocurriría ahora, creía que los costos de esperar la nueva información serían mayores que los beneficios de contar con ella, por lo que votaba por bajar la TPM en 25pb, a 3,25%.

Un Consejero resaltó que las cifras confirmaban un panorama de persistente debilidad interna y de menores presiones inflacionarias, lo que abría espacio para que la política monetaria se tornara algo más expansiva. Los antecedentes sugerían que las perspectivas de corto plazo se habían movido a la baja y, en su opinión, se justificaba un adelanto en la trayectoria de la TPM respecto del supuesto de trabajo del IPoM. Sin embargo, también creía que los antecedentes no eran suficientes para desviarse de manera relevante del escenario del IPoM, que consideraba una recuperación gradual de la economía hacia fines de este año y comienzos del próximo, lo que a su vez era fundamental en la dinámica inflacionaria y el principal determinante de la trayectoria de la política monetaria. En este contexto, la opción de bajar 50pb y quitar el sesgo era de compleja interpretación para el mercado, no solo porque podría llevar a una evaluación muy negativa de las perspectivas de mediano plazo, lo que no se estaba en condiciones de hacer, sino que también porque podría entregar una visión de atraso de la política monetaria —que no se justificaba dada la situación cíclica de la economía chilena— o podría entregar una certeza respecto de las perspectivas futuras, que en el contexto actual no se tenía. Favorecía así un baja de 25pb, manteniendo la opción abierta de un mayor relajamiento monetario cuyo momento dependería fundamentalmente de las perspectivas inflacionarias a mediano plazo.

Un Consejero mencionó que el movimiento en la misma dirección de la actividad y los precios, unido a la rapidez de la desaceleración inflacionaria, especialmente en la última parte del año, explicaban el riesgo de una reducción prolongada de la inflación que comprometiera el logro de la meta, justificando la necesidad de una política monetaria más expansiva. Esto se reforzaba al indagar en mayor profundidad sobre las perspectivas para el 2017. La actual brecha de actividad se ampliaría en los próximos meses, lo que haría que su incidencia sobre el comportamiento de la inflación pudiera aumentar. De esta manera, aunque

no existían antecedentes suficientes como para apartarse significativamente del escenario base del IPoM, si lo eran para justificar una baja de la TPM más rápida que lo previsto en el supuesto de trabajo de dicho Informe. Por estas razones, votaba por reducir la TPM en 25pb, manteniendo el sesgo expansivo de la política monetaria, y elevando la probabilidad de que la segunda rebaja también se anticipara respecto de lo supuesto en el IPoM de diciembre para asegurar el cumplimiento de la meta. Por cierto, este ajuste adicional de la TPM seguía siendo, por el momento, un supuesto de trabajo, sujeto a la nueva información que se obtuviera, particularmente aquella que incidiera sobre la trayectoria de la inflación en los próximos meses. Por último, este Consejero agregó un par de reflexiones sobre la evolución de las expectativas. La primera era la relación entre las decisiones de política monetaria y las expectativas de mercado. Al respecto, en contraposición a lo que algunos habían argumentado, si se observaba lo ocurrido con posterioridad al IPoM de septiembre se podía constatar que el Banco Central había ajustado sus proyecciones de inflación antes que el mercado, que comenzó a incorporar la opción de un recorte de tasas poco después de la primera sorpresa negativa de inflación, y que, ante la evidencia de una actividad e inflación más lentas, aceleró sus decisiones, incluyendo la tomada en esta Reunión. De esta manera, el Banco había sido capaz de reaccionar oportunamente ante la nueva evidencia, y con sus decisiones y señales guiar al mercado. Con esto, se ratificaba la convicción del Consejo que guiar y preparar al mercado era usualmente preferible a sorprenderlo o confundirlo. La segunda se relacionaba con otro argumento que se escuchaba con cierta frecuencia, en el sentido que cambios en la política monetaria no tenían mucha justificación cuando la demanda interna estaba acotada por expectativas negativas de los inversionistas. Al respecto, era importante enfatizar que la política monetaria debía responder a potenciales brechas de la inflación respecto de la meta, aunque tuvieran orígenes distintos, y que los canales de transmisión, que ligaban a la TPM con el comportamiento de la inflación eran diversos y no pasaban solo por la inversión. Por esta razón, el que expectativas empresariales negativas deprimieran la inversión no podía ser un argumento para que la política monetaria no actuara cuando existía el riesgo de desviarse de la meta.

3. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Marcel, del Vicepresidente señor Claro y de los Consejeros señores Vial y García, reducir la TPM en 25pb, a 3,25%.