

Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2016

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°240, celebrada el 17 de noviembre de 2016.

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

Asiste el Subsecretario de Hacienda, don Alejandro Micco Aguayo.

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; el Gerente de División Política Financiera subrogante, don Rodrigo Alfaro Arancibia; el Gerente de División Estadísticas subrogante, don Francisco Ruiz Aburto; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Miguel Fuentes Díaz; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Gerente de Modelación y Análisis Económico, don Elías Albagli Iruretagoyena; el Gerente de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos;; el Jefe del Departamento de Análisis Internacional, don Diego Gianelli Gómez; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Claudio Soto Gamboa; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista Senior doña Natalia Gallardo Schnettler; 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/}.

Entre los antecedentes destacaban la sorpresa a la baja de la inflación y los cambios en los precios de los activos financieros ocurridos tras la elecciones de Estados Unidos, especialmente, el aumento de las tasas de interés de largo

plazo locales y externas. La inflación acumulaba una sorpresa del orden de -45 puntos base (pb) respecto de lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre. La sorpresa se explicaba por una incidencia negativa de 15pb asociada a una menor inflación de bienes SAE y a una de 30pb asociada a alimentos. Las inflaciones de servicios SAE y de energía habían evolucionado en línea con lo esperado. Los datos de actividad y empleo también habían estado en línea con lo previsto.

Respecto de las implicancias de lo anterior para la proyección de inflación, cabía destacar los siguientes elementos. Primero, que en relación con lo previsto en el IPoM de septiembre, la proyección de corto plazo se había ajustado a la baja en algo más que la sorpresa misma. Segundo, que la menor inflación subyacente se relacionaba mayoritariamente con el efecto de las fluctuaciones del tipo de cambio durante los últimos meses y no con mayores presiones a la baja asociadas a la actividad. De hecho, la desaceleración más significativa se había dado en los componentes de mayor coeficiente de traspaso cambiario, mientras que la inflación de servicios, más sensible a la actividad, había estado en línea con lo estimado. Tercero, que en un contexto donde la proyección de actividad no cambiaba mayormente y donde la menor inflación se asociaba a los efectos de la estabilización del tipo de cambio, los modelos de proyección internos sugerían que el efecto de la sorpresa inflacionaria sobre las proyecciones de mediano plazo era acotado. Cuarto, estos antecedentes indicaban que, más allá del cambio en los números, la visión general respecto de la evolución de la inflación no cambiaba. Esto era, que sus variaciones habían estado asociadas principalmente al aumento y posterior estabilización del tipo de cambio, lo que había afectado principalmente a los bienes SAE, mientras que una brecha acotada en un contexto de desaceleración gradual de la economía no había presionado significativamente la inflación de los no transables a la baja, ni se esperaba que lo hiciera en el mediano plazo. Así, si bien en los próximos trimestres se esperaba una caída importante de la inflación, a plazos más largos no se avizoraban presiones significativas, en ningún sentido, sobre esta variable. Por último, las expectativas de inflación derivadas de las encuestas no diferían significativamente de las internas. No obstante, las de algunos precios financieros sí mostraban niveles esperados de inflación menores, situación que debía ser monitoreada con cuidado, pero considerando las típicas fluctuaciones de estas medidas.

El segundo tema que destacaba en el mes, el aumento de las tasas largas, se relacionaba con un cambio de visión en los mercados globales, asociado a los efectos que una política fiscal más expansiva y una monetaria algo menos expansiva tendrían en la economía estadounidense y sus *spillovers* sobre el resto

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

del mundo. Ello, por ahora, había derivado en un aumento del apetito por riesgo de economías desarrolladas y en una disminución del apetito por emergentes. Al respecto, cabía destacar primero, que el aumento de las tasas largas locales había sido muy significativo, con movimientos entre los mayores de los últimos diez años. Segundo, que, con la excepción del llamado *taper tantrum*, durante los últimos años los movimientos de las tasas largas en ambos países habían estado muy correlacionados. Tercero, que los niveles de tasas seguían siendo bajos y menores que los de la primera parte del año. Cuarto, que los movimientos, tanto en Chile como en Estados Unidos, no se asociaban a cambios significativos en la visión sobre la TPM, sino más bien a variaciones de los premios por plazo, los que previo al aumento se encontraban cerca de sus mínimos históricos. Quinto, que, a esta altura, no era fácil discernir si lo observado era un ajuste de dichos premios o una tendencia que seguiría en los meses venideros. La dificultad radicaba tanto en el hecho que, en general, era difícil explicar los movimientos de los premios por plazo, como en que no había claridad respecto de los cambios que haría el nuevo gobierno ni sobre cómo sería la respuesta de los otros bancos centrales de las economías desarrolladas. Así, la respuesta a la pregunta de cómo estos movimientos afectarían el crecimiento de la economía y la trayectoria de inflación no era para nada clara. De todos modos, la evidencia empírica sugería que los efectos negativos para la actividad y la inflación de mediano plazo de un aumento de los premios por plazo en Estados Unidos podrían ser relevantes. Por último, cabía notar que las tasas de interés de largo plazo en Chile y Estados Unidos habían estado cayendo desde el segundo trimestre de este año, algo que en los IPoM se había asociado a inversiones financieras de corto plazo y que se juzgaba tendría un impacto relevante en el tipo de cambio, pero no tanto en la actividad. Cabía, por lo tanto, preguntarse cuánto de lo observado correspondía a una reversión de dicho fenómeno.

En este contexto, la División Estudios consideraba que las opciones presentadas en la Reunión de octubre, mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 3,5% o bajarla 25pb a 3,25%, seguían siendo válidas.

A favor de bajar se podía argumentar la necesidad de un ajuste técnico de la TPM para compensar el efecto de la menor inflación proyectada a un año plazo. No obstante, el análisis mostraba que el efecto de esto último sobre la trayectoria de TPM necesaria para asegurar la convergencia a la meta era acotado. Además, la menor inflación proyectada se asociaba principalmente a la benigna evolución del tipo de cambio en los meses precedentes, situación que tenía una mayor probabilidad de cambiar que hace un mes. Por último, se debía tener en cuenta que esta opción tenía costos, pues, dada la volatilidad de la proyección de inflación a un año, reaccionar a cambios en ella conllevaba el riesgo de introducir

excesiva volatilidad a la TPM, disminuyendo la claridad de la comunicación de la política monetaria. La opción de bajar también se podía justificar en que la probabilidad de un escenario de mayor debilidad de la actividad era relevante, especialmente tras el aumento de las tasas largas posteriores a las elecciones en Estados Unidos. Por último, los datos conocidos hasta el momento no sugerían ninguna desviación relevante respecto de lo previsto en el IPoM.

La opción de mantener se sustentaba, en primer lugar, en que las estimaciones indicaban que, reconociendo que los potenciales efectos sobre la actividad y la convergencia de la inflación de las condiciones financieras externas comentadas precedentemente podrían cambiar esta conclusión, el impulso actual era adecuado, incluso considerando la menor inflación proyectada para el corto plazo. Segundo, no era evidente cómo evolucionarían los precios de los activos, el tipo de cambio y las tasas de interés en los trimestres siguientes, lo que, dado los bajos niveles actuales de tasa, sugería que era razonable recabar información antes de embarcarse en un cambio de orientación de la política monetaria. Por último, esta opción no sorprendería al mercado, que no esperaba movimientos para esta Reunión y, si algo, había moderado su visión de recortes de la TPM.

En contra, estaba que si finalmente se daba un escenario en que para asegurar la convergencia de la inflación se requería un mayor estímulo, al no moverse hoy se corría el riesgo de quedar detrás de la curva. Sin embargo, también era cierto que este riesgo podía ser compensado con una acción más decidida en el futuro. Por último, era evidente que durante el año los datos de actividad e inflación habían mostrado una clara tendencia a la baja y que, de cumplirse las proyecciones del Banco, esa tendencia debería continuar por unos trimestres más, incluso con datos de inflación que podrían ser claramente inferiores al objetivo de 3% por un tiempo y con datos de actividad bajos en la primera parte del 2017. Esto, por sí mismo, no sugería la necesidad de cambiar la trayectoria de la TPM utilizada como supuesto de trabajo en el último IPoM, ya que estos datos no constituían desviaciones significativas de dichas proyecciones, o bien no tenían efectos relevantes en la convergencia de mediano plazo de la inflación. Por lo demás, el aplanamiento de la trayectoria esperada para la TPM que se había incorporado en los sucesivos escenarios base de los IPoM, así como la eliminación del sesgo al alza, habían dado cuenta justamente de la necesidad de adecuar su trayectoria a una actividad menos dinámica y una trayectoria de inflación coherente con ese escenario. En este contexto, de no mediar un cambio en el escenario económico que sugiriera una desviación relevante de la convergencia de mediano plazo de la inflación, no parecía conveniente comunicar cambios en la orientación general de la política monetaria.

2. Decisión de política monetaria

Respecto del escenario internacional, todos los Consejeros coincidieron en que la principal noticia del mes eran las reacciones de los mercados financieros globales tras las elecciones en Estados Unidos. Todos resaltaron la apreciación del dólar y el alza de las tasas de interés de largo plazo. Un Consejero destacó que mientras el incremento de las tasas largas se había traspasado casi íntegramente al mercado financiero chileno, la depreciación del peso respecto del dólar había sido considerablemente más moderada que en otras economías emergentes. A su juicio, la plausibilidad de un cambio en la mezcla de política fiscal y monetaria en Estados Unidos y la mayor incertidumbre que se instalaría durante un buen tiempo sugerían que era bastante improbable un regreso a las bajas tasas, que, a su vez, se habían apoyado en una expectativa de baja inflación y de prolongada expansión monetaria en los países desarrollados. En estas circunstancias, agregó, restaba por evaluar cuán contractivo podía ser el nuevo escenario internacional para la economía chilena, qué factores subyacían a la mayor estabilidad del tipo de cambio y qué otros factores, internos y externos, podían modificar el escenario que comenzaba a articularse.

Un Consejero concordó en que no se contaba con todos los antecedentes para identificar la razón fundamental que había llevado al significativo incremento de las tasas de interés de largo plazo, una mejora de la bolsa y el precio de los metales, y también al fortalecimiento del dólar, pero era sugerente la hipótesis que los mercados financieros anticipaban un mayor estímulo fiscal en Estados Unidos. Para efectos de la implementación de nuestra política monetaria, continuó, le parecía que no era procedente querer tener certeza al respecto, pues se tendrían que esperar varios trimestres para ver si efectivamente se implementaba y, más todavía, para que su eventual efecto macro se materializara en Chile. Por lo pronto, lo que sí se observaba con mucha nitidez era un aumento relevante de las tasas de interés libres de riesgo de mediano y largo plazo en Chile —algo que era compartido por muchas economías en el mundo—, y que el peso no se había depreciado de manera muy significativa —algo que no era compartido por otras economías—. De hecho, el nivel del tipo de cambio real era similar al observado en la última RPM. En su opinión, estos antecedentes configuraban un cuadro de condiciones financieras más estrechas, pero sin el efecto inflacionario de corto plazo que típicamente se asociaba a la depreciación cambiaria, en momentos en que las tasas externas aumentaban. Además, los patrones históricos sugerían que movimientos de este tipo y magnitud en las tasas chilenas debían tener efectos al corto andar en las tasas de colocación hipotecarias, afectando luego el crédito y la actividad económica. Además, esto se daría antes que se observara cualquier efecto expansivo en Chile de, por ejemplo, precios de materias primas más elevados o una política fiscal más

laxa en Estados Unidos. Dado que por el lado cambiario no se apreciaba un cambio relevante respecto de la última Reunión, los efectos desinflacionarios de este escenario debían primar, *ceteris paribus*, como siempre, reafirmando la necesidad de implementar un impulso monetario adicional. Se sumaba otro elemento, que era el hecho que en el mercado hipotecario se apreciaban algunas dinámicas que podrían exacerbarse en un entorno de tasas de interés más altas.

Un Consejero destacó lo desafiante de evaluar el impacto real del nuevo gobierno estadounidense en el entorno económico, resaltando que la reacción de los mercados había sido muy fuerte. Añadió que era complejo evaluar la permanencia de los cambios en las tasas de interés o las monedas, entre otros, lo mismo que proyectar sus tendencias futuras, especialmente cuando faltaban varias semanas antes de que asumiera el nuevo gobierno. Con todo, era evidente que los ajustes mencionados estaban impactando las decisiones de los agentes y afectarían el curso futuro de la economía. A su juicio, el nuevo escenario global, que se delinearía con mayor claridad en el IPoM de diciembre, debía contemplar un mayor estímulo fiscal en Estados Unidos, algunas acciones proteccionistas dirigidas especialmente hacia países de Asia, y algún relajamiento en la regulación financiera en dicho país, así como en las restricciones ambientales que enfrentaban las actividades industriales y, en especial, el sector energético. Los mercados parecían haber interpretado esto como una mayor emisión de deuda pública y mayores presiones inflacionarias en Estados Unidos, lo que explicaba el alza de las tasas y los flujos de capitales a dicho país. Sin embargo, agregó, no se podía descartar que también se reflejara en los mercados de materias primas, donde una mayor oferta de combustibles por parte de Estados Unidos mantuviera dichos precios a niveles relativamente bajos por más tiempo. Si bien el precio del cobre había subido fuertemente —algo que ya había comenzado a ocurrir unos días antes de la elección—, era contradictorio con el curso de las tasas de interés y el dólar, por lo que parecía razonable suponerlo transitorio. El impacto más directo de este escenario no era necesariamente adverso para Chile. En todo caso, continuó, si bien las tasas de interés de largo plazo más elevadas imponían un costo a la demanda agregada, también era cierto que ello respondía a una expectativa de mayor crecimiento en Estados Unidos y posiblemente a más inflación en dicho país, lo que podría tener efectos positivos sobre la demanda por exportaciones y, eventualmente, el precio del cobre. En el balance final, sería muy importante el impacto de este escenario sobre el conjunto de países emergentes y sobre China en particular, lo que debía atenuar el optimismo. Más allá de las consideraciones sobre los efectos económicos directos de las políticas macroeconómicas de la nueva administración en los Estados Unidos, era indudable que el rango de escenarios posibles en el ámbito económico y político se había ampliado y se traducía necesariamente en mayor incertidumbre.

Un Consejero indicó que resultaba difícil sacar conclusiones importantes o decisoras de los movimientos de los precios de los activos, pero se consolidaba la idea de una mayor presión inflacionaria en Estados Unidos, de un aumento importante de sus tasas largas y de las de otras economías, incluido Chile. Al respecto, señaló tres consideraciones. Primero, durante los últimos meses o trimestres la economía chilena había estado enfrentada a menores presiones inflacionarias, que obedecían principalmente a la perspectiva de un peso estable y en el margen apreciándose. Ello, por una perspectiva de condiciones financieras más favorables, que, en su opinión, proveían un sustento para la actividad hacia mediano plazo. El escenario actual planteaba un cambio en esto, y de consolidarse un panorama de mayores tasas en el mundo, especialmente si obedecían a un menor apetito por riesgo, podría significar un deterioro objetivo en las condiciones externas que enfrentaría la economía chilena, lo que debía ser cuidadosamente incorporado en la evaluación. Segundo, en el corto plazo, las presiones de tasas largas y los movimientos cambiarios podrían introducir algo de volatilidad en este escenario de caídas muy fuertes de la inflación en la primera parte del 2017. En todo caso, eso era secundario, pues la política monetaria y la evaluación del impulso monetario debían anclarse a las perspectivas de mediano plazo. Sin embargo, sí era necesario considerar adecuadamente el tamaño del *shock* y la capacidad y el espacio para adecuar las condiciones monetarias internas en este nuevo escenario. A su juicio, las condiciones actuales en términos del dinamismo de la actividad, el mercado laboral, la política fiscal y las tasas de interés internas y externas entregaban un espacio, pero que era acotado por ahora. Tercero, los eventos de las últimas semanas permitían evaluar con una sana distancia el supuesto del llamado estancamiento secular, cuya implicancia fundamental había sido esta perspectiva de bajo crecimiento, baja inflación y bajas tasas neutras de manera muy persistente. En su opinión, esta visión tenía buenos fundamentos, pero los movimientos de los últimos días matizaban, de alguna manera, la visión de las tasas muy bajas por muy largo tiempo en el mundo y, por lo tanto, podrían reconfigurar en algo los niveles de tasas en los distintos países, algo también importante a considerar.

Un Consejero resaltó que, entre otras, se abrían una serie de interrogantes en relación con la política fiscal en Estados Unidos, las presiones inflacionarias y la política monetaria, que tendrían efectos en la economía mundial. De hecho, creía interesante que después de mucho tiempo se empezara a hablar de inflación, aun considerando que no había demasiada claridad en torno a este y otros efectos. Agregó que la Reserva Federal estaba encaminada a seguir con su proceso de normalización en diciembre, lo que ya estaba internalizado por el mercado y seguiría un proceso gradual. El mayor riesgo, desde la perspectiva económica financiera de más corto plazo, era que se consolidara y/o profundizara la descomprensión de los premios por plazo en las tasas largas. Eso se transmitiría

a otras economías, muchas emergentes, lo que sería contractivo. Por cierto, había que contrarrestar esto con el posible impulso fiscal que sería expansivo. Destacó también que el positivo, y algo sorpresivo, aumento en el precio del cobre, había mitigado en parte los efectos sobre el tipo de cambio y que, de sostenerse, ayudaría a mitigar efectos a mayores plazos.

En lo interno, todos los Consejeros resaltaron la nueva sorpresa en la inflación mensual. Un Consejero resaltó que la suma de las sorpresas de septiembre y octubre daba cuenta de efectos acumulados bastante generalizados sobre las distintas agrupaciones de bienes y servicios. Además, las proyecciones disponibles confirmaban que esta caída en la inflación no era un evento puntual, sino un cambio de trayectoria que, incorporando los mecanismos de indexación y la evolución probable de otras variables relevantes, se extendería hasta bien entrado el próximo año. Esto se traduciría en tasas de variación anual del IPCSAE, que se ubicarían en torno al 2% hasta el tercer trimestre del 2017.

Un Consejero comentó que, tomando solo las novedades conocidas hasta la divulgación del IPC de octubre, se tenía un escenario de reducción de la inflación bastante más rápido que lo previsto en el IPoM de septiembre. Esto era atribuido a un efecto, quizás mayor, quizás más adelantado, de la estabilización del tipo de cambio a partir de la primera mitad del año. Esto, por supuesto, era un efecto de una sola vez, pero su impacto concreto había sido significativo, y se agregaba la posibilidad de que algunas cláusulas de indexación habituales de principios del 2017 también recogieran esta situación. Con esto, la inflación del IPC rondaría en torno a 2,5%, mientras que la del IPCSAE se ubicaría cerca de 2% en el curso de la primera mitad del 2017. Había que notar que estas proyecciones no eran demasiado distintas de las contempladas en los precios de los activos o expectativas privadas, ni tampoco contradictorias en su implicancia de política monetaria con lo que esas mismas expectativas privadas contemplaban para los próximos meses, es decir, una TPM algo menor que la observada ahora.

Un Consejero manifestó que, de acuerdo con los antecedentes presentados, la sorpresa de inflación se explicaba principalmente por la relativa apreciación del peso y sus posibles efectos secundarios sobre la indexación, y, por lo tanto, se reflejaba en una baja transitoria en la inflación proyectada. Ello concordaba con las expectativas de mercado, que apuntaban a una inflación en torno a la meta en el horizonte de proyección. Sin embargo, la reciente depreciación del peso, de persistir, debía apuntar a efectos en la dirección contraria sobre la inflación.

Un Consejero destacó que la descomposición de la sorpresa inflacionaria acumulada daba cuenta de elementos puntuales sobre los cuales era difícil hacer una interpretación estructural, pero también revelaba que los efectos

cambiarios habían sido mayores que lo anticipado. Los antecedentes sugerían que esto estaba dentro de los parámetros que se hubiese podido esperar dada la estabilización del peso después de una fuerte depreciación durante dos años y, además, incorporando la marginal apreciación observada en buena parte de este año. Agregó que, en lo grueso, los datos de actividad y demanda no eran diferentes de lo anticipado, antecedente particularmente importante, porque, más allá de la incertidumbre existente, permitía concluir con más verosimilitud que la explicación de la sorpresa inflacionaria tenía mucho que ver con la trayectoria del tipo de cambio más que con un deterioro adicional o más fuerte de la actividad. De todos modos, este Consejero mencionó que las cifras de inflación constituían un antecedente importante, pues sumadas a las cifras de actividad y demanda habían modificado a la baja el balance de riesgos de la inflación. Ello permitía reconocer que, de profundizarse algunas de las tendencias, podría ser necesario considerar algún ajuste en la política monetaria en los meses venideros, que, de todos modos, era acotado bajo el supuesto que la desaceleración de la economía no se profundizaría en el 2017.

Algunos Consejeros destacaron que la reciente aprobación de un reajuste moderado y prudente para el sector público garantizaba que la política fiscal y los salarios no serían una fuente de desequilibrio ni un obstáculo para la acción de la política monetaria en el 2017.

Sobre la decisión de política monetaria, un Consejero indicó que dos elementos eran necesarios para ponderar las opciones planteadas por la División Estudios. En primer lugar, el grado en que la desaceleración más pronunciada de la inflación respondía a factores de demanda vis a vis de oferta; y segundo, hasta qué punto los recientes acontecimientos en la economía mundial podrían compensar o profundizar estas tendencias. Sobre lo primero, hacía notar la asimetría que comenzaba a evidenciarse respecto de la fase de aceleración inflacionaria del 2014 y 2015. En aquel período, el rol de la depreciación cambiaria había sido especialmente evidente en la medida que la inflación se había elevado a pesar de la desaceleración de la demanda interna. En la fase actual, en cambio, la reversión de la inflación había sido especialmente abrupta, sin una revaluación del peso equivalente en magnitud a la devaluación anterior y con una brecha significativa y creciente de actividad. Así, se preveía que el crecimiento anual de la actividad descendería hacia el primer trimestre del 2017, lo mismo que la inflación. Al mismo tiempo, se contemplaba un cambio en la trayectoria de la inflación en el último trimestre del 2017, apoyado en una estabilización del tipo de cambio y una aceleración de la actividad económica a partir de mediados de año. En su opinión, aquí el segundo elemento de juicio adquiriría especial relevancia. ¿Sería posible que los cambios en el escenario externo que comenzaban a vislumbrarse validaran la trayectoria prevista para la economía chilena en el 2017?, acotando

la desaceleración inflacionaria y los valores necesarios para la TPM, o más bien ¿era más probable que los factores externos profundizaran y extendieran las tendencias que hoy se observaban? La integración de todos estos elementos al análisis podría efectuarse con mayor propiedad e información en el próximo IPoM. A la espera de dicho análisis, le parecía prudente mantener la TPM en 3,5%. Sin embargo, creía conveniente explicitar con mayor claridad que había un cambio en la trayectoria de la inflación respecto de lo previsto en el IPoM de septiembre y que se extendería al menos por tres trimestres consecutivos, por cuanto este era un factor que podía incidir sobre las decisiones futuras de política monetaria, especialmente si iba acompañado de un escenario financiero externo más adverso para Chile.

Un Consejero señaló que el conjunto de antecedentes apuntaba con bastante claridad a una alta probabilidad de tener que aumentar el estímulo monetario en el corto plazo. En términos tácticos, el único argumento para no realizarlo en esta Reunión era el hecho de no haber sido anticipado. Agregó que estas expectativas eran producto de la propia comunicación del Banco, lo que eventualmente se podía subsanar de forma transparente con un sesgo a la baja. En todo caso, como no había impedimentos para actuar de forma más agresiva si así se requería, no consideraba que la inclusión de un sesgo fuera condición necesaria para acciones posteriores de política.

Un Consejero resaltó la importancia de reafirmar que las decisiones de política monetaria se fundamentaban en las tendencias de mediano plazo de la inflación y sus determinantes. Tomar una decisión basada exclusivamente en la premisa que el escenario no iba a cambiar y que todo lo ocurrido era transitorio, sería muy ingenuo. Tampoco le parecía prudente extrapolar mecánicamente las alzas recientes del dólar y las tasas de interés a un nuevo escenario de inflación. Señaló también que, afortunadamente, estas turbulencias sucedían en un momento en que la TPM y también las tasas de largo plazo eran todavía expansivas y en que las expectativas de inflación estaban dentro del rango admisible en el horizonte de proyección, por lo que no urgía ajustar la TPM en lo inmediato.

Un Consejero comentó que los antecedentes llevaban a votar por mantener la tasa en 3,5%. A su juicio, las cifras internas de inflación y actividad abrían un espacio para considerar seriamente un ajuste a la baja en la TPM. Pero, en todo caso, los antecedentes hasta ahora disponibles sugerían que ese ajuste era bastante menor y no muy distinto del incorporado en los precios de los activos financieros entonces vigentes. A su juicio, sin minimizar el ajuste, esto disminuía la gravedad del cambio requerido en la trayectoria de política. De todos modos, estaba pendiente la reacción de mercado a la situación en Estados Unidos, que estaba sujeta a muchas interpretaciones, las que tenían distintas

implicancias para la política monetaria. *A priori*, indicó, favorecía una visión de que esto tendería a un deterioro de las condiciones financieras que enfrentaría la economía chilena, aunque también había otras hipótesis más favorables que no podían ser descartadas. Así, considerando el nivel actual de la TPM, no creía que se justificara señalar cambios en la orientación de la política monetaria en esta Reunión.

Un Consejero indicó que las opciones planteadas eran razonables. La de baja se sustentaba en una inflación que estaría más contenida, en una economía que seguía creciendo bajo su potencial y en los efectos contractivos de consolidarse un ambiente de mayores premios por plazo. La opción de mantener lo hacía en que la baja de la inflación era muy reciente y el análisis efectuado no mostraba bajas significativas en el horizonte de proyección, que la inflación de servicios seguía por sobre 4%, en que las brechas de capacidad eran bajas y aumentarían solo un poco más para luego empezar a cerrarse, y en que la demanda final había crecido algo más que lo previsto, tanto en el consumo como en la inversión. De todas formas, era indudable que los nuevos antecedentes hacían que la necesidad de una mayor expansividad de la política monetaria a futuro fuera más probable. En particular, por la nueva sorpresa inflacionaria, no debido a la sorpresa *per se*, sino porque podía estar indicando algo más permanente; por el alza de las tasas largas, que, de persistir, tendría efectos contractivos. Debía destacarse, no obstante, que en este último caso era más difícil compensar con política monetaria, lo que no implicaba que no debía intentarse. En todo caso, agregó, era muy importante destacar que la política monetaria era expansiva y se esperaba que lo siguiera siendo. Además, era evidente que esta expansividad había ayudado a suavizar el ciclo económico. Sobre esto quería hacer algunas reflexiones. En primer lugar, que cada cierto tiempo surgían voces pidiendo usar la política monetaria con fines cambiarios. En su opinión, salvo en casos extremos y solo bajo ciertas circunstancias, de los cuales se estaba lejos, esto no era una buena idea. No solo alejaría al Banco de su objetivo inflacionario y le haría perder credibilidad, sino que, además, para tener efectos relevantes en materia cambiaria se requeriría de un ajuste de tal magnitud que podría producir un daño no menor al resto de la economía. Añadió que en los últimos años el Banco se había mantenido fiel a este principio, a pesar de sugerencias en contrario. El actuar del Consejo cuando la inflación subía por el alza del tipo de cambio, haciendo una política monetaria más expansiva, había sido una clara señal de adherencia a esta política. Por cierto, si se percibían efectos de segunda vuelta, la situación cambiaría —y algo de eso se había visto a fines del año pasado—. Lo segundo era que lo relevante era la proyección de inflación en el horizonte de proyección, no la inflación actual ni lo que pasara en el corto plazo, que, por su naturaleza, era muy volátil en Chile. En el 2013 y 2014 se había bajado la TPM pese a que la inflación estaba sobre la meta y subiendo, porque se estimaba

que eran efectos por una sola vez y que el alza en la inflación sería transitoria. Las variables fundamentales apuntaban a un mayor acomodo monetario y así se había actuado. Simétricamente, si hoy la inflación descendiera por debajo de la meta, ello por sí solo no sería razón para una política más expansiva. De hecho, se espera que así sea —que la inflación baje— por la menor presión cambiaria, pero cabría un mayor relajamiento monetario solo si esa menor inflación fuera acompañada de menores presiones de mediano plazo.

3. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Vergara, del Vicepresidente señor Claro y de los Consejeros señores Vial, García y Marcel, mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,5%.