

# Reunión de Política Monetaria

MARZO 2017

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°244, celebrada el 16 de marzo 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, 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 Interino, don Gabriel Aparici Cardozo; la Gerente de División Estadísticas, doña Gloria Peña Tapia; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Miguel Fuentes Díaz; el Gerente de Modelación y Análisis Económico, don Elías Albagli Iruretagoyena; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Gerente de Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; 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; 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>.

Los datos conocidos durante el mes, así como los primeros análisis realizados para el Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo, sugerían que las tendencias delineadas en la Reunión de febrero seguían presentes y validaban la orientación general de la política monetaria. Esto era, completar la ampliación de estímulo monetario en el corto plazo y, de no mediar sorpresas, tomar un

tiempo para evaluar sus efectos. Eso sí, el análisis preliminar del IPoM sugería que había una probabilidad significativa de que la ampliación del estímulo monetario necesaria para la convergencia de la inflación a la meta fuera algo mayor que la prevista en diciembre.

En particular, la recuperación del impulso externo continuaba consolidándose, con buenos datos de actividad, en especial en el sector manufacturero, mejoras en las expectativas, normalización de la inflación global, condiciones financieras para países emergentes mejores que las previstas en diciembre y términos de intercambio más favorables. Todos elementos que debían colaborar a recuperar tasas de crecimiento mayores en los próximos trimestres.

En lo interno, las nuevas cifras de cuentas nacionales habían confirmado la debilidad de la economía y mostraban una desaceleración más marcada hacia fines del 2016, situación que la División Estudios estimaba permearía hacia la primera parte del 2017 y corregiría a la baja las proyecciones de crecimiento del PIB Resto para este año. Esto, ya que las sorpresas negativas habían estado en líneas que habitualmente mostraban mayor persistencia, como la construcción y los servicios empresariales. Además, la paralización de Escondida tendría un efecto negativo no despreciable en el crecimiento del año, pero por la naturaleza del sector minero, sus impactos sobre la inflación proyectada y la trayectoria de TPM eran acotados. En tanto, la inflación de febrero no había presentado mayores sorpresas.

En este contexto, las opciones que planteó la División Estudios para esta Reunión eran bajar la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 puntos base (pb), llevándola a 3%, o bajarla en 50pb, hasta 2,75%.

Bajarla 25pb tenía la ventaja de ser coherente con lo que esperaba la gran mayoría del mercado, lo que minimizaba posibles problemas comunicacionales. Ello era algo especialmente relevante dado que el IPoM se presentaba en un par de semanas. Además, si una vez finalizado el análisis del IPoM, el Consejo estimaba conveniente ampliar en algo más la expansividad de la política monetaria, esta decisión sería coherente con ello.

Bajarla 50pb también era coherente con la actualización del escenario de proyecciones y con la idea de realizar con rapidez la ampliación de estímulo monetario. Sin embargo, tenía el inconveniente que puede ser interpretado como que el Banco ha cambiado su visión de la economía y del impulso monetario necesario en una magnitud mayor que lo que sugiere el análisis realizado, dando pie a cambios de perspectivas sobre las acciones de política, que podrían ser rebatidas en el IPoM de marzo.

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

## 2. Decisión de política monetaria

---

Sobre el escenario externo, varios Consejeros comentaron que se estaba tornando más positivo, con un crecimiento más robusto en las economías desarrolladas y un aumento paulatino de la inflación. Un Consejero añadió el panorama financiero algo más estable en China, lo que le daba un soporte real algo mayor a la demanda por exportaciones de países emergentes. Varios Consejeros destacaron que el proceso de normalización de la política monetaria en EE.UU. continuaba gradualmente y no había sido disruptivo para los mercados financieros, manteniéndose un ambiente de condiciones financieras favorables. Algunos Consejeros destacaron el impacto positivo de estos acontecimientos en los precios de las materias primas. Un Consejero destacó que este mejor escenario externo, que creía expuesto a riesgos políticos y financieros importantes, solo tomaría mayor fuerza para la economía chilena en la segunda mitad del año. Un Consejero enfatizó que no se debía dejar de reconocer los riesgos inherentes a un retiro gradual del impulso monetario en EE.UU., así como otros de naturaleza económica y política subyacente. En particular, la profundidad de las medidas fiscales, tributarias y proteccionistas en EE.UU. y las definiciones políticas en Europa, y su impacto en la volatilidad de los mercados.

Varios Consejeros se refirieron a la nueva información de cuentas nacionales, destacando que, si bien mostraban un crecimiento del 2016 en línea con lo esperado en el IPoM de diciembre, apuntaba a una mayor debilidad hacia el cierre del año, especialmente en las líneas de inversión. Un Consejero resaltó que la economía no lograba terminar de revertir las sostenidas caídas en la inversión, debilitando el potencial de crecimiento. Indicó que las cifras recientes incrementaban la brecha de actividad, mientras la evolución del mercado laboral apuntaba a un aumento de las holguras de capacidad. Su deterioro gradual, manifestado en la composición del empleo, había permitido un ajuste vía salarios que había favorecido una mayor estabilidad en el ingreso de los hogares. Algunos Consejeros resaltaron que si bien la huelga de Escondida afectaría a la baja el crecimiento del primer trimestre, era un choque transitorio de oferta y no tendría impacto en las perspectivas de inflación ni en las tendencias de actividad de mediano plazo.

Un Consejero recordó que en la Reunión anterior se había discutido largamente si el escenario de desaceleración adicional a fines del año pasado, y que se prolongaba para el primer trimestre de este año, seguiría siendo válido con las nuevas cifras coyunturales y con el cierre de cuentas nacionales. A su juicio, no había ningún antecedente coyuntural que contradijera esa evaluación, por lo que se esperaba que las holguras de capacidad se siguieran ampliando durante el primer semestre de este año, coherente con un menor crecimiento del PIB resto.

Un Consejero destacó las dificultades de interpretación de la información coyuntural. Por un lado, resaltó el cambio de composición que mostraban las nuevas cuentas nacionales en el último trimestre del 2016, con un consumo habitual algo más fuerte y una desaceleración abrupta del consumo de gobierno. Añadió que esto era importante, pues el consumo habitual era el componente más grande y persistente de la demanda agregada, mientras que el ajuste del consumo de gobierno posiblemente respondía a una mejor distribución del gasto público a lo largo del año. Por otro lado, destacó la fuerte caída de la inversión en capital fijo hacia el cierre del 2016, agregando que era difícil saber qué había detrás de esta caída y cuánto de ella marcaba tendencia a futuro, pues había antecedentes que se contraponían como la evolución reciente de las importaciones de bienes de capital y de la bolsa local. Indicó que la División Estudios había dado buenos argumentos para hacer una corrección relevante a la baja en las proyecciones del PIB resto, especialmente en el primer trimestre, pero que esto aún no se reflejaba en los datos de consumo. Además, le parecía conveniente recordar que la inversión era el componente más volátil y difícil de proyectar de la demanda agregada. Así, creía que se debía contar con algo más de información, antes de adoptar una visión decididamente más pesimista para la actividad del 2017.

Un Consejero consideró que la mayor novedad respecto de la Reunión pasada era la corrección en la proyección de crecimiento del 2017, explicada tanto por la caída en la producción de la minería como por la mayor debilidad de la última parte del año pasado y comienzos de este. Este efecto condicionaba el crecimiento del año, aunque sin que todavía se alteraran mayormente las velocidades de recuperación en los próximos trimestres.

Sobre la inflación, varios Consejeros destacaron que había evolucionado según lo proyectado en diciembre. Un Consejero consideró que, si algo, la nueva información tendía a reducir las desviaciones transitorias respecto de la meta, lo que dado el mandato del Banco, era un elemento de primer orden para la decisión que se debía tomar.

Un Consejero señaló que, los factores subyacentes a la trayectoria inflacionaria habían cambiado. A la moderación del tipo de cambio se había sumado un menor dinamismo de la actividad y la demanda interna. Las perspectivas para los próximos meses indicaban que esto podía profundizarse producto de una débil inversión y de una menor capacidad del consumo para sostener la demanda. Los últimos datos de empleo indicaban un empeoramiento en las distintas dimensiones del mercado del trabajo. Así, la brecha de actividad se ampliaría dado el comportamiento de sectores y componentes de la demanda que no se revertirían con facilidad, elevando su incidencia sobre el comportamiento de la inflación.

Un Consejero destacó dos elementos que le parecían relevantes. Por un lado, consideró que era importante delimitar qué significaba la frase “esperar a ver el efecto de las acciones de política monetaria antes de actuar”. Según él, la forma correcta de interpretarlo era observar si la transmisión de la política monetaria hacia el mercado financiero estaba operando, lo que se podía hacer con uno o dos meses de rezago. Por el contrario, no creía adecuado que se interpretara como esperar para ver el efecto final sobre la macroeconomía y la evolución de la inflación, ya que eso ocurriría con varios trimestres de rezago. Por lo mismo, concluyó, lo que se requería ahora era tomar una decisión, no esperar mayores antecedentes dado que el mercado anticipaba ampliamente una reducción de la TPM, por lo que ella ya estaba teniendo efecto en los mercados financieros. También destacó que se apreciaba algún grado de mayor estrechez en las condiciones financieras, en particular por lo que ocurría con el promedio de las tasas de interés comerciales y el volumen de estos créditos.

Respecto de la decisión de política monetaria, un Consejero consideró que la opción de bajar la TPM en 25pb era coherente con el escenario base que previo, pero también con un escenario más adverso, en el cual se prolongara la debilidad del cuarto trimestre. Sin tener seguridad de las mayores brechas resultantes, ni habiendo completado un análisis del IPoM que las validara en su totalidad, pero constatando que incluso en ese escenario esta alternativa de política era perfectamente compatible, se inclinaba por reducir la TPM en 25pb. La opción alternativa reflejaba una reacción mayor, que sorprendería al mercado, pues representaría un cambio en la percepción del Banco lo suficientemente importante como para acelerar el ritmo en que se reducía la tasa. En general, finalizó, solo cuando hay cierto sentido de urgencia sorprender al mercado le hacía sentido, y no le parecía que fuera el caso.

Un Consejero indicó que ambas opciones le parecían adecuadas. A su juicio, era importante separar el análisis en dos dimensiones: (i) Cuál era la magnitud del estímulo monetario actual, y (ii) cuál era el estímulo monetario que se requería. Respecto de lo primero, le parecía que era claro que el estímulo monetario era menor que el de agosto pasado, período en que la inflación era mayor y la brecha menor, de modo que era evidente que se requería incrementarlo. Entonces, la pregunta más relevante era la segunda: hasta dónde bajar la TPM. El argumento central para dar algún orden de magnitud eran las proyecciones preliminares del IPoM de marzo, las que, de acuerdo a su interpretación de las mismas, indicaban que la economía estaba literalmente *ad portas* de un rebote cíclico, el que ocurriría gracias al escenario externo. En su opinión, ese diagnóstico era especulativo. Por el contrario, los datos más duros mostraban malas noticias: brechas más amplias y presiones desinflacionarias de las que no se tenía evidencia que se estuvieran revirtiendo. Por ello, creía que era difícil determinar hasta dónde debía bajar

la TPM, por lo que lo prudente era reducirla en 25pb y seguir evaluando en los próximos meses la senda adecuada para la TPM. No le parecía que hoy se tuviera la certeza para decir que 2,75% era el punto de llegada, basado en un próximo rebote y que la economía iría de menos a más. Así, prefería la opción de bajar 25pb ya que bajarla 50pb tenía el problema de no ser anticipada por parte del mercado, y que podría generar un prejuizgamiento significativo de lo que se diría en el IPoM.

Un Consejero señaló que las circunstancias de esta Reunión eran bastante peculiares. Había dificultades importantes para interpretar la información disponible, debido a la combinación de sorpresas relevantes en los datos de actividad y demanda de los últimos meses, y a la incorporación de la información de las nuevas cuentas nacionales, que aún no se reflejaban en las cifras más coyunturales. Además, se estaba al inicio de la discusión del IPoM de marzo y se debía cuidar que los mensajes de esta Reunión no entraran en contradicción con lo que se presentaría en pocas semanas más. En este contexto, le parecía razonable esperar un tiempo más antes de ajustar la TPM, algo plenamente coherente con el mensaje del IPoM de diciembre, que, con los datos disponibles hasta el momento, se mantenía vigente. Con todo, creía que lo más apropiado era bajar la TPM 25pb, tanto porque era coherente con el escenario del IPoM de diciembre como porque era una acción que no sorprendería al mercado. Finalizó su intervención señalando que le parecía altamente inconveniente plantear la opción de bajar la TPM en 50pb. Nadie lo esperaba para esta Reunión, y si bien había un número importante de agentes que esperaban una acción de este tipo, la veían como transitoria y mucho más tarde en el año.

Un Consejero señaló que las estimaciones de mercado y las proyecciones internas del Banco sugerían que se requería un estímulo monetario adicional, lo que en su opinión era confirmado por los datos. Agregó que las perspectivas para la política monetaria descansaban en dos grandes pilares. Una primera consideración era que tanto el mercado como las proyecciones internas suponían una recuperación gradual de la economía hacia fines del 2017. Pese a que las perspectivas para la primera parte de este año estaban bastante más deterioradas, las condiciones externas se habían tornado más favorables, las condiciones financieras internas eran holgadas y no había desbalances importantes en la economía chilena, lo que justificaba la visión de un crecimiento más cercano al tendencial hacia el 2018. A su juicio, los precios de los activos podrían estar incorporando esta visión. Creía que trabajar con un escenario base donde la recuperación se postergaba por mucho tiempo no parecía razonable e, inevitablemente, llevaría a profundizar una discusión sobre crecimiento potencial difícil de realizar en este momento. Dicho de otra manera, considerar la ausencia de recuperación solamente como un *shock* de demanda, con las perspectivas de inflación entonces vigentes, podría

llevar a una interpretación errada de una relación mecánica entre la política monetaria y la actividad. Una segunda consideración importante era la trayectoria del tipo de cambio real, que seguía siendo relevante en la dinámica de corto plazo de la inflación. Las proyecciones suponían una depreciación marginal del peso en términos reales, coherente con el escenario de crecimiento lento y de diferenciales de tasa con EE.UU. El escenario contrario, donde se profundizaba la apreciación del peso y la inflación demoraba más en llegar a 3%, también podría estar señalizando un escenario de recuperación algo más positivo.

Un Consejero planteó que para esta Reunión había dos referentes importantes. Por un lado, el comunicado de la Reunión previa, donde se señaló que “en el escenario más probable, se hará necesario incrementar el impulso monetario en el corto plazo”. Por otro lado, el IPoM de marzo, que estaba en preparación. La decisión que se adoptara debía asegurar la coherencia entre ambos elementos, salvo que la trayectoria de la economía, y de la inflación en particular, se apartara significativamente de lo previsto, lo cual sería necesario explicar en profundidad. En su opinión, la justificación de una política monetaria más expansiva se había fortalecido y no se vislumbraban razones para postergar una nueva rebaja de la TPM. Creía que la opción más adecuada era bajar la tasa en 25pb, dando la oportunidad para que el próximo IPoM proveyera una base más sólida para ajustes adicionales. No obstante, le parecía que la evidencia disponible era bastante clara para indicar que el actual impulso monetario podía ser aún insuficiente, cuestión que debía comunicarse al mercado para evitar una incoherencia temporal de los mensajes del Consejo.

### 3. Acuerdo

---

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Marcel, del Vicepresidente señor Claro y de los Consejeros señor Vial, señor García y señora Costa reducir la TPM en 25 puntos base, hasta 3%.