

Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2017

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 250, celebrada el 14 de septiembre 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; la Gerente de División Política Financiera, doña Solange Berstein Jáuregui; el Gerente de División Mercados Financieros, don Beltrán de Ramón Acevedo; la Gerente de División Estadísticas, doña Gloria Peña Tapia; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Miguel Fuentes Díaz; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; 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; la Asesora del Ministerio de Hacienda, doña María Francisca Pérez Veyl; el Economista Senior don Carlos Medel Vera; y la Secretario General subrogante, doña Yennifer Chahuán Jadue.

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 Reunión ocurría a pocos días de la publicación del Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre. En él se señaló que la economía continuaba débil, pero que diversos factores externos e internos permitían proyectar una recuperación gradual en los trimestres siguientes. Esto permitiría que la brecha

de actividad se estabilizara en torno a su nivel actual este año y comenzara a cerrarse con mayor claridad durante la segunda parte del 2018.

La inflación se había ubicado por debajo de lo previsto, pero por factores puntuales en su componente no subyacente. De hecho, el IPCSAE había evolucionado en línea con lo esperado desde hacía varios Informes. Con todo, se proyectaba que permanecería baja por varios meses, en parte importante por la apreciación del peso. Durante este ciclo, la evolución del tipo de cambio había sido el principal determinante de la inflación subyacente, pero normalmente sus efectos estaban más asociados a cambios de la inflación de corto plazo que a una tendencia más persistente.

Así, y más allá de la volatilidad de los datos de corto plazo, se evaluaba que, de la mano de una política monetaria que permanecería expansiva por un tiempo prolongado, la economía se encontraba camino a una recuperación de su dinamismo y que la inflación debería retornar a 3% dentro del horizonte de proyección. A la luz de la última Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), el mercado parecía tener una visión similar.

Sobre la política monetaria, este escenario era coherente con una Tasa de Política Monetaria (TPM) que “se mantendría en torno a sus niveles actuales y que comenzaría a aumentar hacia su nivel neutral solo una vez que la economía empezara a cerrar la brecha de actividad”. Como siempre, la política monetaria debía ser flexible a cambios en el escenario macro. Dado el contexto de actividad todavía débil, de una recuperación para la cual había buenos fundamentos, pero que todavía no se manifestaba con fuerza en los datos, y de una inflación que era baja y se preveía así en los meses siguientes, el IPoM puso un énfasis especial en la materialización de escenarios de baja inflación que pusieran en riesgo la convergencia a la meta.

Los datos conocidos entre el cierre estadístico del IPoM y la Reunión no alteraban mayormente el análisis previo. Destacaba, eso sí, el movimiento del precio de los activos en Chile y en el mundo. En particular, la depreciación global del dólar y la apreciación de los activos de mayor riesgo, fruto de una visión de mercado que parecía suponer una actitud demasiado pasiva para los bancos centrales de las economías desarrolladas, especialmente de la Reserva Federal (Fed), y una visión demasiado optimista respecto del dinamismo de las economías emergentes, en particular de China.

En Chile, como en la mayoría de las economías emergentes, esto se reflejaba en la apreciación del peso, lo que rebajaba la proyección de inflación de corto plazo. Después de la publicación del IPoM se había revertido la caída de tasas

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

cortas observada en los días previos, pero en términos generales las condiciones financieras seguían en niveles coherentes con la expansividad monetaria prevista en dicho Informe. Esto importaba, pues la política monetaria actuaba a través de las condiciones financieras generales de la economía, no solo a través de la tasa nominal de corto plazo. Los datos adelantados de agosto e información reciente también apuntaban a una trayectoria de actividad en línea con lo previsto en el IPoM.

En este contexto, la División Estudios consideró que las opciones presentadas en las Reuniones anteriores seguían siendo las adecuadas: mantener la TPM en 2,5% o bajarla 25 puntos base, a 2,25%. Por las razones detalladas el mes pasado, la primera opción debía ir acompañada de un sesgo neutro, mientras que la segunda de uno a la baja.

Mantener la TPM y el sesgo neutro se justificaba, principalmente, por su coherencia con el escenario de proyecciones del IPoM de septiembre. Dicho escenario consideraba una inflación subyacente baja por varios meses, lo que se acentuaría por la reciente apreciación del peso. No obstante, dado que los efectos de dicha apreciación eran, por lo general, de corto plazo y que se esperaba un cierre de la brecha de actividad de los sectores resto, no se juzgaba que comprometiera la convergencia de la inflación a la meta.

En este contexto, parecía apropiado mantener la TPM en 2,5% y el sesgo neutro, pues bajo la estrategia de política monetaria expresada en esta opción, el escenario más probable era que en los próximos meses no habría cambios en la TPM. Cabía recordar que el objetivo operativo de la política monetaria era que la inflación proyectada a dos años plazo, no la de corto plazo, se ubicara en 3%. Esto permitía que la inflación se ubicara la mayor parte del tiempo dentro del rango de tolerancia, sin generar volatilidad excesiva en el PIB y disminuyendo el riesgo de sobrereaccionar a datos puntuales que no alterarían la convergencia de la inflación, que estaban sujetos a problemas de interpretación o de los que era difícil extraer señales de largo plazo.

En línea con el análisis de meses anteriores, la segunda opción se sustentaba, principalmente, en un argumento de manejo de riesgo. En particular, el riesgo de un retraso de la recuperación del crecimiento en un contexto de inflación baja. Es decir, no era el riesgo de una inflación baja de corto plazo *per se* lo que justificaba esta opción, sino que su materialización pudiera afectar la convergencia a la meta. De esta manera, la pregunta relevante era cuándo podría ocurrir una situación así y evaluarla a la luz de los datos actuales y del análisis del IPoM. En particular, correspondía analizar la relación entre la baja inflación actual y el supuesto de recuperación de la actividad.

En primer lugar, la baja inflación podría ser evidencia de una brecha de actividad actual y esperada más negativa que la estimada. Es decir, los bajos registros de inflación actuales serían evidencia que pondría en duda el escenario de recuperación. El análisis tendía a descartar esta idea. Era claro que la evolución de la inflación había estado muy ligada con el tipo de cambio y algunos factores puntuales. Además, distintas medidas de holguras de capacidad daban cuenta de que si bien existían, eran relativamente acotadas. No en vano la inflación de no transables solo mostraba un ajuste gradual, especialmente si se la comparaba con la inflación de transables.

En segundo lugar, considerando que los datos mostraban que el principal determinante de los cambios en la inflación había sido el tipo de cambio, cabía preguntarse respecto de la relación entre este último y el crecimiento. En particular, si el tipo de cambio era un reflejo de mejores expectativas de crecimiento (o bien había un tercer factor, como el precio del cobre, que apuntalaba el crecimiento y apreciaba el peso), se tendría una situación donde la inflación sería baja en el corto plazo, pero la recuperación aseguraba la convergencia en el mediano plazo. Esto era simétrico a lo ocurrido al inicio de este ciclo, cuando la inflación estaba sobre la meta y subiendo por la fuerte depreciación del peso, pero se había juzgado que el comportamiento del tipo de cambio era el reflejo de la debilidad de la economía que apaciguaba la inflación en el mediano plazo. En este contexto, la política monetaria se había hecho más expansiva, no contractiva.

Sin embargo, había un tercer escenario que fundamentaba la opción de una acción preventiva, que a juicio de la División Estudios requeriría de más de un recorte de 25 puntos base para ser efectiva. En este escenario, había cierta desconexión entre la evolución del tipo de cambio y las perspectivas de crecimiento. En particular, la apreciación podría ser reflejo simplemente de un mercado financiero en exceso optimista. Esto pondría presión a la baja al tipo de cambio, pero no tendría mucho efecto en el crecimiento. Por sí solo, en la medida que se mantuviera acotado, esto no era un gran problema, porque si la economía se recuperaba, en el mediano plazo las presiones de demanda ayudarían a la convergencia de inflación. Sin embargo, existían escenarios donde sí era un problema y eran la base para evaluar una acción preventiva. Esto, es un contexto en que la apreciación del peso se daba en conjunto con un escenario negativo para el crecimiento local (por ejemplo, por una caída de los niveles de confianza), de modo que al menos por un tiempo se tendría una apreciación del peso y una brecha que no cerraría. Alternativamente, una sucesión de *shocks* cambiarios de magnitud importante podrían generar un cambio más persistente en la inflación, poniendo en riesgo la convergencia por efectos de segunda vuelta, similar a lo ocurrido a fines del 2015, pero en dirección opuesta.

Finalmente, como se había señalado el mes previo, la evaluación de los impactos y efectos comunicacionales de alternativas basadas en riesgos era complejo; además, el análisis del último IPoM sugería que, en un contexto de tasas bajas y de alta capacidad de respuesta del Banco Central, los beneficios de acciones preventivas no eran muy grandes. Con todo, eran elementos que, sin duda, debían tenerse en cuenta y seguir evaluándose con cuidado.

2. Decisión de política monetaria

En el plano externo, varios Consejeros destacaron los movimientos de los precios de los activos. Un Consejero resaltó que se hacía necesaria una atenta mirada a la respuesta de política monetaria de la Fed, del Banco Central Europeo y a las percepciones de mercado, lo mismo que la interacción entre ellas, pues serían relevantes para entender los cambios en los precios relativos en lo venidero. Resaltó también que la depreciación global del dólar y el aumento del precio del cobre habían fortalecido el peso. En todo caso, agregó, como lo consideraba el escenario base del IPoM, no era evidente que el precio del cobre se sostuviera en niveles elevados, en la medida que su acelerado incremento se sustentaba solo parcialmente en variables fundamentales y una parte, en posiciones especulativas.

Un Consejero mencionó que los movimientos de los precios de activos eran, en buena medida, reflejo de las expectativas sobre la trayectoria de tasas de política monetaria en EE.UU. y sus vaivenes. A su juicio, después de un prolongado período en que fue cundiendo la percepción de que la Fed iba a seguir una política de alzas muy pausada, que se tradujo en bajas de tasas largas y depreciación del dólar, en los últimos días estos movimientos se habían tendido a revertir parcialmente, en parte por mejores datos de actividad, empleo e inflación en dicho país y en las principales economías desarrolladas. Estos mismos factores habían influido en los precios de las materias primas, que, parcialmente al menos, tendían a comportarse como activos financieros. Como consecuencia de ello, se había visto una corrección del precio del cobre, que deshacía marginalmente parte del alza previa. En su opinión, esto dejaba en evidencia la sensibilidad de estos mercados respecto de las decisiones de la Fed y, como se había advertido reiteradamente, abría un espacio de riesgo para los países emergentes en la eventualidad de errores de política o de malinterpretación de señales por parte del mercado.

Un Consejero indicó que la fortaleza del cobre y la depreciación global del dólar habían contribuido a una llamativa apreciación del peso, tanto bilateral como multilateral. Agregó que esta trayectoria no era diferente de la de otras

monedas denominadas *commodities*, dando cuenta de un fenómeno global, y que podría también estar influenciado en parte por una perspectiva de crecimiento en países emergentes —incluido Chile— más rápida que la implícita en el escenario base del IPoM.

En el ámbito interno, varios Consejeros señalaron que había poca información nueva desde la publicación del IPoM de septiembre y que ella estaba en línea con lo ahí considerado, en particular la inflación de agosto. Varios Consejeros destacaron que la apreciación reciente del peso había tenido efectos en las expectativas de inflación en plazos cortos, pero se mantenían a dos años. Un Consejero resaltó que los precios también parecían avalar la lectura de un impacto más bien transitorio a la baja, sin efectos que comprometieran la meta en el horizonte de dos años.

Por el lado de la actividad y de la demanda, un Consejero indicó que los antecedentes seguían siendo coherentes con un escenario de gradual convergencia al crecimiento potencial hacia mediados del 2018 y que las cifras en el margen parecían fortalecer este escenario. Sobre esto, un Consejero enfatizó que los datos de comercio exterior de agosto, dentro de su volatilidad habitual, mostraban un desempeño sólido de las exportaciones, prácticamente en todas sus líneas, y la persistencia de las tendencias de crecimiento de las importaciones de bienes de consumo y de capital. Un Consejero mencionó que las cifras de empleo y salarios daban cuenta de una estabilidad en el mercado laboral.

Un Consejero notó que era importante no sobreinterpretar los datos marginales, pues eran muy volátiles. Sin embargo, añadió, había dos aspectos que podrían tomarse de la cifra de Imacec de julio, que había sorprendido al alza las expectativas de mercado. Uno era una recuperación en la producción minera que podría sostenerse en el tiempo. El segundo, la cifra para los sectores resto daba solidez a la hipótesis que las magras cifras del primer semestre correspondieron a registros dominados por factores específicos. Con todo, prosiguió, la economía continuaba con señales mixtas de recuperación, y el escenario base suponía una recuperación lenta a partir de la segunda mitad de este año. Por lo mismo, le parecía importante recalcar la gradualidad de la recuperación como mensaje central del IPoM.

Respecto de la decisión de política monetaria, los Consejeros consideraron que las opciones de política monetaria para esta RPM tenían como referente inmediato el reciente IPoM. En él se estableció, como supuesto de trabajo, un impulso monetario similar al del IPoM de junio, mientras que en el balance de riesgos identificó un sesgo a la baja para la inflación en el corto plazo, el que, de materializarse, podría afectar la convergencia a la meta, en cuyo caso se requeriría una profundización de la expansividad de la política monetaria.

Un Consejero mencionó que la opción de mantener era enteramente congruente con una economía que transitaba hacia una recuperación gradual y una inflación que convergía hacia la meta en la medida que desaparecían factores puntuales como los movimientos de los precios más volátiles y el impacto transitorio de la apreciación del peso. Los precios de mercado en general ofrecían una lectura similar. Respecto de la opción de bajar la TPM basada en consideraciones de riesgos, indicó que, primero, si bien en materia de inflación no podían despejarse enteramente los riesgos con algún sesgo a la baja, este, por el momento, se percibía circunscrito al corto plazo, por lo que no debería ser fuente de preocupación en tanto no comprometiera el logro de la meta a dos años. Además, tampoco se percibían señales de que dicho riesgo pudiera materializarse. Segundo: actuar con acciones de política monetaria frente a escenarios de riesgos obligaba a asumir el costo de alejarse del escenario base en el corto plazo, exigiendo un ajuste mayor más adelante si dicho riesgo no se materializaba, o uno incluso mayor si, en definitiva, la economía entraba en una dinámica en dirección contraria. Es decir, sería necesario calibrar suficientemente los costos y sustentarse en señales más concretas respecto de su materialización. A su juicio, todo esto era previo a entrar en las consideraciones más comunicacionales, que siempre eran necesarias, pero no suficientes.

Un Consejero destacó que para esta Reunión el IPoM era un punto de referencia muy importante. Pese a los pocos días desde su publicación, a su juicio, se habían producido algunas novedades relevantes. La primera, era la reacción de mercado a las proyecciones del Banco. No era fácil identificar exactamente los factores detrás de los movimientos de mercado, pero a partir de la lectura de distintas opiniones —de analistas y de la prensa— había una probabilidad relevante que al contener algo de mayor crecimiento que el consenso, el escenario base del IPoM haya sido visto como optimista y haya por lo tanto motivado un ajuste en las tasas de interés y en el tipo de cambio. Si bien no había sido un ajuste muy grande, su dirección era inambiguamente hacia menos expansividad monetaria y algo de menores presiones inflacionarias que las que estaban implícitas en los precios de los activos financieros. Internamente, algo de esto también ocurría; en particular, en el IPCSAE había una diferencia que estimaba podía ser materialmente relevante y en Reuniones futuras debía evaluarse si continuaba divergiendo. Agregó que ciertamente esto podía asociarse al efecto inmediato de la apreciación cambiaria, pero era importante considerar que la brecha de actividad, el tipo de cambio y las expectativas eran los tres principales determinantes de la inflación al mediano plazo, y también los tres canales de transmisión de la política monetaria. La política monetaria no operaba solamente a través de uno de ellos, sino que a través de los tres. Por supuesto, continuó, operaban con rezagos y magnitudes diversas, que variaban en el tiempo, y era necesario calibrar esos impactos a medida que se acumulara información para

orientar adecuadamente la política monetaria y su comunicación al público. De este modo, la visión mostrada en el IPoM seguía siendo plenamente válida y mantener la TPM era coherente con ello.

En opinión de un Consejero, transcurrido apenas un par de semanas del cierre estadístico del IPoM, lo que correspondía era evaluar si la nueva información afectaba en algo o no a la visión descrita y la correspondiente orientación de la política monetaria. A su juicio, la revisión de los antecedentes no sugería desviaciones relevantes respecto del escenario base, ni tampoco la aparición o desaparición de los factores de riesgo considerados. Por ello, votaba por mantener la TPM en 2,5% y dar un mensaje que reafirmara la vigencia de los escenarios descritos en el IPoM.

Un Consejero destacó que el mercado había internalizado adecuadamente el mensaje de política monetaria del IPoM. Esto era que una estrategia que favorecía mantener la TPM en un nivel bajo por un tiempo prolongado era lo más efectivo para contribuir a la recuperación de la economía y asegurar la convergencia de la inflación a 3%. En ese sentido, estrategias más agresivas en el corto plazo llevaban inevitablemente a un empinamiento importante de la curva a partir de fines del 2018. De otra manera, el impulso monetario no sería coherente con la meta de inflación. Por lo mismo, creía que no era correcto argumentar a favor de un movimiento de la TPM como justificación de un escenario de riesgo sin hacerse cargo de la necesidad de comunicar que ello requería un aumento sustantivo de la TPM a partir de mediados del 2018. Los efectos macroeconómicos de esto y sus implicancias comunicacionales eran difíciles de evaluar, lo que era parte del análisis tras la estrategia de política monetaria delineada en el IPoM. Agregó que era distinto evaluar una política monetaria más expansiva, con una TPM más baja de manera más sistemática, si era en respuesta a un escenario de recuperación más débil de la economía o con perspectivas de inflación de mediano plazo más bajas. Este era un riesgo que se discutía en el IPoM y sobre el cual había que hacer seguimiento, pero por ahora creía que no había elementos para validar ese escenario. Añadió que si bien las perspectivas de inflación de corto plazo se habían corregido a la baja en los últimos meses, no había sido producto de una visión de mayor debilidad, sino que principalmente por el efecto del fortalecimiento del peso. De hecho, la estabilidad de las expectativas de inflación a dos años en torno a 3% era coherente con esa visión. La dinámica de caída de inflación de corto plazo, eso sí, requería seguimiento y su implicancia para la política monetaria debía ser cuidadosamente evaluada, toda vez que una reacción mecánica de la política monetaria a la trayectoria cambiaria era un fenómeno ampliamente superado en Chile hace varios años.

Un Consejero indicó que concordaba que las opciones a considerar eran mantener la TPM en 2,5% o reducirla en 25 puntos base, hasta 2,25%, donde correspondería evaluar si la información reciente sugería una materialización del balance de riesgo identificado en el IPoM. Sobre esto último, era importante resaltar que el antecedente relevante para la política monetaria no eran los datos puntuales de IPC de los próximos meses, sino determinar si reflejaban factores que pudieran conducir a una caída de la inflación por debajo de la meta de 3% en el horizonte de política de dos años. En otras palabras, el Consejo seguía adoptando sus decisiones de política monetaria sobre la base de proyecciones de mediano plazo, reconociendo que existía el riesgo de que estuvieran actuando factores que pudieran desviar la trayectoria de la inflación respecto de lo previsto en el escenario base. En estas circunstancias, reducir la TPM se justificaría en la medida que se configurara un escenario en que, conjuntamente, hubieran surgido presiones adicionales a la desaceleración inflacionaria y existieran factores que le dieran persistencia a dicha baja. Particularmente importante sería la interrelación entre una menor inflación y una debilidad adicional de actividad que ampliara la brecha de actividad. A su juicio, no habían surgido antecedentes que sugirieran con solidez una configuración de estos factores. Si bien la apreciación del peso inducía a una menor inflación, se explicaba fundamentalmente por la combinación de un dólar multilateral depreciado y un mayor precio del cobre, y su impacto se materializaría en línea con el *pass-through* habitual. Los últimos datos de actividad, incluyendo el Imacec de julio, no sugerían una debilidad adicional de la actividad, sino que más bien ratificaban la trayectoria de recuperación paulatina contemplada en el escenario base. Esto hacía dudoso que la presión desinflacionaria de la apreciación cambiaria se extendiera a lo largo del horizonte de política. Por cierto, el Consejo debía mantenerse alerta frente a nuevas señales que cambiaran esta perspectiva y apuntaran a una materialización de los riesgos a la baja de la inflación en el corto plazo.

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, mantener la TPM en 2,5%.