

Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2017

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 252, celebrada el 14 de noviembre 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 Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

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; 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 Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; el Jefe del Departamento de Análisis Internacional, don Diego Gianelli Gómez; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Kevin Cowan Logan; 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/}.

Los datos conocidos desde la Reunión pasada, así como los análisis iniciales del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre, tendían a confirmar el escenario base, los riesgos y la evaluación realizada el mes pasado. Así, se

confirmaba que la economía seguía débil, especialmente los sectores asociados a la construcción, lo que se reflejaba en velocidades de expansión que se mantenían por debajo del crecimiento potencial. Ello, pese a que la demanda interna crecía a tasas mayores, impulsada, principalmente, por la demanda de bienes importados. La inflación había sorprendido al alza en octubre, revirtiendo parcialmente las sorpresas negativas previas. En esta ocasión, la sorpresa se había dado en algunos ítems subyacentes, con lo que la inflación SAE se ubicaba en línea con lo previsto en septiembre. La inflación total, por su parte, continuaba por debajo de lo proyectado, debido al comportamiento de los precios de frutas y verduras, principalmente.

La evolución del escenario externo había sido algo mejor que lo previsto en septiembre, especialmente por los términos de intercambio. El precio del cobre se había mantenido por sobre los valores proyectados, compensando en parte el mayor precio internacional de los combustibles. Más allá de ciertas reversiones recientes, las condiciones financieras continuaban muy favorables para las economías emergentes, y la recuperación más sincronizada en los principales bloques económicos seguía su curso. Este escenario, junto a una economía sin desbalances relevantes, a expectativas internas que seguían mejorando y a una política monetaria expansiva, llevaba a reafirmar la proyección de recuperación del ritmo de crecimiento hacia el 2018. Así, las proyecciones iniciales del IPoM indicaban que la brecha de producto inicial era algo más negativa, pero que, no obstante, dadas las velocidades trimestrales algo mayores durante el próximo año, la brecha debería cerrarse más o menos a la misma velocidad que en septiembre. Esto era importante, ya que la evolución de la inflación depende más de la trayectoria esperada para la brecha que de su valor inicial.

En este contexto, se proyectaba que la inflación convergería gradualmente hacia 3% durante el horizonte de proyección, aunque algo más lento que lo estimado previamente. Esto era válido tanto para la inflación total como para la inflación subyacente. En el caso de esta última, el cambio en la proyección no se relacionaba con menores registros efectivos —de hecho, la inflación SAE había estado en línea con la proyección—, sino que era resultado de la apreciación del peso y su efecto principalmente en los bienes transables. En la inflación total, las diferencias eran mayores, pues se añadían las sorpresas negativas de los últimos meses. Estos desvíos no tenían por sí mismos grandes impactos en la inflación de mediano plazo. A ello se añadía que en el escenario base había un panorama de cierre de brechas —finalmente el principal determinante de la inflación de mediano plazo—, lo que unido a que se preveía una depreciación real del peso hacia sus valores de largo plazo durante el horizonte de proyección, ayudaba a la convergencia de la inflación en el escenario base.

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

Respecto de los riesgos para la convergencia de la inflación, seguía siendo de especial preocupación que, en un contexto de expectativas de inflación a mediano plazo bajas y crecimiento todavía débil, esta se podría ver demorada. Esto podría ocurrir tanto por el efecto de la acumulación de *shocks* sobre la inflación vía indexación como por sus efectos en la formación de expectativas. Ambos caminos se potenciarían si la política monetaria no reaccionaba adecuadamente, ya que la menor inflación esperada podía afectar las tasas reales, deprimiendo la demanda.

En este contexto, las opciones planteadas en los meses previos seguían siendo las adecuadas. Esto era, mantener la TPM en su nivel actual o bajarla 25 puntos base (pb), a 2,25%. Dejar la tasa en 2,5% era coherente con la estrategia de política monetaria asociada al escenario base, esto era, mantener el impulso hasta que los datos de actividad mostraran con mayor claridad que el proceso de cierre de brecha se había afirmado. Esto se vinculaba con la evaluación de que los *shocks* que habían desviado la inflación de la senda prevista eran de naturaleza puntual y que ni ellos, ni el que algunas medidas de expectativas de inflación a dos años permanecieran bajo el 3%, afectarían significativamente el proceso de formación de precios.

Sobre este último punto, existían dudas relevantes tanto en la medición de las expectativas de inflación como de su impacto en el proceso de formación de precios. Por una parte, si bien era cierto que una serie de indicadores ligados a los mercados financieros mostraban una desviación persistente de la inflación esperada a dos años respecto de su meta de 3%, otras medidas, como las que intentan abordar un espectro más amplio de sectores (como la Encuesta de Expectativas Económicas, EEE) y las que intentan corregir posibles distorsiones en la lectura de los precios de mercado, no lo hacían. No obstante, no se debía soslayar que las desviaciones de algunas medidas de expectativas se extendían ya por un tiempo prolongado, lo que sumado a proyecciones de inflación bajas por varios trimestres más, en particular para su componente SAE, constituían un escenario de riesgo relevante. Esto era especialmente importante teniendo en cuenta la posibilidad de ocurrencia de sorpresas negativas en la actividad y el conocimiento limitado sobre el proceso de formación de expectativas de inflación.

Con todo, un escenario donde la recuperación parecía haberse afirmado en el margen y donde había una clara señal de no iniciar la normalización de la TPM hasta que la economía mostrara un repunte más sólido, limitaba los posibles efectos negativos que bajas expectativas de inflación podrían tener en el proceso de formación de precios. En este sentido, la materialización de la recuperación del ritmo de crecimiento seguía siendo un elemento crucial para

la convergencia de la inflación, tanto por su efecto sobre el cierre de brecha como por la interacción negativa que tendrían sorpresas negativas de actividad con expectativas de inflación que permanecían bajas.

Como en ocasiones anteriores, ampliar el estímulo monetario descansaba principalmente en un argumento de manejo de riesgos. Por las consideraciones mencionadas en Reuniones pasadas, bajo este escenario podría ser necesario un movimiento mayor que 25pb. Con intensidad variable, dos factores habían cruzado la discusión sobre el riesgo de convergencia para la inflación en los últimos meses. Primero, la posibilidad de observar un fortalecimiento del peso que no viniera aparejado de un cierre más rápido de la brecha, al menos en el corto plazo, lo que podría asociarse a que el apetito por riesgo en los mercados financieros globales seguía alto. Así, si bien a la larga era razonable esperar una coherencia entre el valor real del peso y el estado del ciclo local y externo, a plazos más cortos podía haber situaciones donde las presiones de inflación se redujeran, aumentando las tasas reales, lo que en un contexto de actividad todavía débil e inflación y expectativas de mediano plazo bajas, podría afectar negativamente la convergencia de la inflación. Cabía notar que respecto del nivel del tipo de cambio real, las estimaciones recientes no daban cuenta de ninguna desviación relevante del considerado coherente con sus fundamentales. En segundo lugar, tal como se había discutido en la Reunión anterior, la suma de sorpresas en la inflación podría afectar negativamente su convergencia tanto por los efectos de indexación como por su impacto sobre las expectativas.

En contra de la opción de bajar se debía reconocer la dificultad de comunicar cambios de TPM basados en la minimización de riesgos, no solo porque implicaban cambios en la instancia de política que no reflejaban un cambio significativo del escenario base, sino que también porque de no darse dichos escenarios de riesgo, los estímulos extras deberían ser retirados rápidamente. En todo caso, a diferencia de otras ocasiones en que el Banco había estado en encrucijadas similares, la distancia entre la TPM actual y la deseada en el escenario base en un par de años más era acotada. Por lo tanto, esa reversión, de ocurrir, no sería tan grande.

Por último, una de las preocupaciones más importantes levantadas en la Reunión de octubre, el aumento de las tasas reales, se había ido disipando de manera importante. En particular, las tasas habían vuelto a niveles similares a los del IPoM de septiembre, los que si bien algo mayores que los de junio, iban de la mano de menores premios por riesgo. Así, la evaluación era que no se había perdido expansividad monetaria desde el último IPoM, lo que era un riesgo relevante algunas semanas atrás.

2. Decisión de política monetaria

Varios Consejeros resaltaron la sorpresa inflacionaria al alza de octubre. Un Consejero indicó que este registro había venido, en buena medida, a compensar sorpresas en el sentido opuesto de meses anteriores, sin alterar de manera significativa el panorama inflacionario. Agregó que, a su juicio, ello disminuía la probabilidad de un escenario de inflación baja por mucho tiempo, que pudiera alterar significativamente la convergencia de la inflación a la meta. Un Consejero mencionó que se presentaba un escenario de inflación donde los registros subyacentes se encontraban en un nivel similar a lo anticipado en los últimos meses, mientras otros componentes —especialmente los alimentos— explicaban la menor inflación total observada. Un Consejero destacó que la alta volatilidad de la inflación exigía una actitud prudente y alerta, obligando a ponderar ante todo las tendencias por sobre las cifras marginales, especialmente cuando se evaluaban las cifras de septiembre y octubre. Un Consejero resaltó que el escenario de baja inflación actual no se había visto materialmente alterado por el dato de IPC de octubre. Destacó que las proyecciones de corto plazo solo se habían corregido en una cifra equivalente a un tercio de la sorpresa, lo que podía indicar que los riesgos a la baja en la inflación seguían igualmente presentes que el mes pasado.

Un Consejero indicó que, descontados los efectos de la volatilidad de la inflación en los últimos dos meses, diversas medidas de compensaciones inflacionarias y expectativas de inflación estaban en un nivel similar al observado con anterioridad, pero que seguía siendo el caso que algunas medidas de mediano plazo estaban algo bajo 3%. Por otro lado, las tasas de interés reales a diferentes plazos —tanto en bonos como en *swap*— habían devuelto casi todo el aumento experimentado después de septiembre y se encontraban algo por sobre las observadas a mediados de este año, lo que, de alguna manera, coincidía con la mejora de las perspectivas de crecimiento para el 2018 y 2019 que había ido apareciendo desde junio.

Un Consejero destacó que en el último mes se habían ido debilitando los riesgos a la baja para la inflación, pese a que aún no habían desaparecido totalmente. A su juicio, esto era producto tanto de una nueva sorpresa inflacionaria, ahora en sentido inverso, como de una trayectoria para la economía que se había mantenido dentro del escenario previsto, a lo que sumaba que se consolidaba un mejor escenario externo. Destacó que, en este contexto, las expectativas de inflación a dos años no tenían mayores cambios y que la curva de mercado postergaba y reducía la probabilidad de una baja en la TPM por un plazo relativamente breve, dominada probablemente por las perspectivas de un mejor escenario real a mayor plazo.

Respecto de la actividad interna, un Consejero mencionó que las cifras recientes ratificaban un mejor desempeño relativo del PIB de recursos naturales, en particular de la minería, pues el PIB resto crecía a tasas bajas impulsado por sectores más vinculados al consumo y, más recientemente, por señales algo más favorables en la industria. Resaltó también que el sector construcción seguía cayendo y dilatando en el margen su recuperación. Por el lado de la demanda, añadió, se repetía el mismo patrón. Agregó que aunque seguía pendiente la sincronía entre los sectores productivos, el crecimiento de la masa salarial, la evolución del crédito, el crecimiento del dinero, el incremento de las importaciones de bienes de capital y de consumo, la lenta pero clara mejora de las expectativas —especialmente a mediano plazo— y la dinámica de la bolsa, entre varios factores, eran señales que apuntaban a que la actividad interna se alineaba con la trayectoria esperada. Lo anterior, prosiguió, era reforzado por las condiciones externas, donde el riesgo era más bien sobre los efectos propios de un proceso de reducción de estímulos monetarios, su interacción entre áreas geográficas y la capacidad de las respectivas autoridades monetarias para guiar las expectativas de los agentes de mercado.

Un Consejero destacó que las cifras más recientes confirmaban un crecimiento algo más sólido en los países desarrollados, especialmente en Europa, sin grandes cambios en la inflación. Indicó que las mayores novedades eran la persistencia de un precio del cobre mayor que el previsto y un aumento significativo del precio del petróleo. En el caso del cobre, ello coincidía con la mantención de elevadas posiciones especulativas en ese mercado, lo que sugería que una parte significativa del alza de los últimos meses se explicaba por movimientos financieros. En términos del escenario externo relevante para Chile, esto daba un soporte adicional al impulso positivo que estarían recibiendo las economías emergentes en el 2018. Sin embargo, continuó, se reafirmaba la vigencia de los riesgos asociados a una normalización de tasas de interés en los países desarrollados que se diera a un ritmo mayor que el anticipado por los mercados. A su juicio, en este plazo se debía sumar al canal tradicional de los flujos financieros, la vulnerabilidad de los precios de materias primas, en particular la del cobre.

Un Consejero señaló que las noticias del ámbito externo habían continuado consolidando la visión de recuperación de las principales economías desarrolladas. Así, tanto las cifras de crecimiento como las condiciones externas de financiamiento y los precios de las materias primas seguían dando cuenta de un panorama externo que se mantenía positivo. Agregó que además del riesgo de una reacción de mercado abrupta a movimientos de la Reserva Federal o a datos de mayor inflación, también había que prestarle atención al riesgo de una mayor desaceleración en China como consecuencia de un ajuste en las condiciones financieras.

Sobre la decisión de política monetaria, un Consejero indicó que mantener la TPM en 2,5% le parecía coherente con un escenario en el que el nivel de la inflación sería similar al actual en el corto plazo, pero que convergería a la meta en el horizonte de política mientras siguiera predominando un escenario de gradual recuperación de la economía, apoyado por un entorno externo favorable que se perfilaba crecientemente más asentado. Agregó que si bien los riesgos a la baja para la inflación eran menores, seguían siendo mayores que los riesgos al alza, por lo que era preciso mantenerse atentos en caso de requerirse alguna acción de política, siempre teniendo presente que el objetivo era asegurar la convergencia de la inflación a la meta en el plazo de dos años. Finalizó indicando que la alternativa de bajar la TPM en 25pb era la respuesta a un escenario de mayor riesgo, que, siendo válida, no le había parecido la opción predominante en la Reunión pasada, y en esta ocasión le parecía menos perfilada que entonces.

Un Consejero mencionó que no veía diferencias evidentes respecto del escenario del mes pasado, lo que era particularmente evidente en las proyecciones de corto plazo. Así, continuó, seguía siendo cierto que, comparado con junio, cuando se consideró que una TPM en 2,5% era lo apropiado, las proyecciones de inflación para comienzos del 2018 eran bastante menores y la convergencia de la inflación a la meta más tardía. Dado esto, creía relevante preguntarse qué trayectoria de TPM habría resultado en junio de alimentar el escenario de ese momento con lo que se había experimentado y se proyectaba en la actualidad. A su juicio, claramente, sería una TPM inferior a la actual y 2,5% en ese minuto no habría sido considerado como una tasa apropiada. De todos modos, agregó, desde un punto de vista de comunicación sí se habían efectuado cambios desde junio. El primero, que no había sido correctamente internalizado por el mercado, había sido la inclusión en el IPoM de septiembre de un balance de riesgos a la baja para la inflación en el corto plazo. El segundo, en octubre, un sesgo a la baja en el Comunicado, el que sí había sido internalizado por el mercado. Sobre esto último, creía relevante preguntarse qué rol había jugado este sesgo en el rebote de las expectativas de inflación, dado que el canal de expectativas era uno de los que la política monetaria utilizaba para asegurar la convergencia de la inflación a la meta. Por lo mismo, creía que no reaccionar con política monetaria luego de señalar un balance de riesgos a la baja y un sesgo explícito a la baja daba una señal bastante clara de preferencias por el *statu-quo*, lo que, a su juicio, podía complicar la conducción futura de la política monetaria en caso de enfrentarse a un escenario donde se produjera un cambio de magnitud parecida, pero en dirección opuesta, de la inflación esperada.

Un Consejero resaltó que, en términos muy generales, el análisis reafirmaba la vigencia del escenario delineado en el último IPoM, sin perjuicio de algunas

desviaciones en la inflación originadas en un peso algo más apreciado que lo previsto y en una evolución de los precios de frutas y verduras distinta de la anticipada en los patrones estacionales habituales. La actividad y el empleo no tenían grandes novedades, aunque llamaba la atención que el ajuste en el sector inmobiliario estaba siendo más profundo y prolongado que lo anticipado. En la inversión, ello había anulado el efecto de una recuperación algo más rápida en maquinaria y equipos. Un elemento que llamaba la atención era que si bien los salarios nominales habían desacelerado algo su crecimiento, lo hacían en una proporción menor de la que correspondería por el solo efecto de la menor inflación pasada, lo que también apuntaba a un menor riesgo de que la inflación prolongara sus desvíos respecto de la meta. En este contexto, concluyó, le parecía que lo que lógico en esta ocasión era reafirmar la vigencia del escenario general, manteniendo la TPM en 2,5%, pero advirtiendo también que persistían los riesgos sobre la inflación ya aludidos el mes pasado.

Un Consejero destacó que, respecto del IPoM de septiembre que consideraba el *benchmark* adecuado para el análisis, el escenario externo era mejor, las cifras internas y perspectivas de crecimiento estaban en línea con lo proyectado, y seguía vigente la tensión entre una mayor fortaleza del consumo y una mayor debilidad de la inversión. Además, todavía era difícil tener claridad si el mayor precio del cobre tendría o no un impacto relevante en la inversión minera. Al mismo tiempo, la inflación seguía baja y se esperaba que continuara cercana a 2% hasta bien entrado el 2018, lo que era un elemento diferenciador respecto del IPoM de septiembre. Descontando el impacto relevante de la baja de los precios de los alimentos, el principal determinante de esta corrección de inflación en la primera parte del 2018 era el supuesto de trabajo de un peso más apreciado. A su juicio, el impacto sobre la política monetaria de esta apreciación cambiaría debía ser adecuadamente sopesado, pues las estimaciones sugerían que el importante grado de expansividad monetaria era, en lo fundamental, adecuado, y que debería mantenerse en la medida que la economía no diera muestras de una recuperación generalizada. En este contexto, volvía a tomar relevancia la discusión sobre si los riesgos de mediano plazo para la inflación sugerían tomar una acción a la baja, incluso si fuera necesario revertirla al corto andar. De todos modos, agregó, la incertidumbre sobre la marcha futura de la economía y la evolución de las expectativas para la TPM, así como riesgos para la inflación que, aunque seguían presentes, eran menores, lo hacían privilegiar la opción de mantener la TPM. Esto, finalizó, sin dejar de comunicar que el Banco se mantendría atento a desviaciones del escenario base que pudieran comprometer la convergencia a 3% en dos años, especialmente en un contexto de bajas inflaciones.

Un Consejero indicó que en el último mes se acumulaban noticias que sugerían un mejoramiento de las condiciones externas, cifras de actividad que ratificaban la perspectiva de una recuperación gradual, aunque desigual, de la actividad económica, y una inflación que compensaba en parte la sorpresa inflacionaria previa, pero no cambiaba necesariamente el balance de riesgos a la baja para la inflación en el corto plazo. En este contexto, las opciones propuestas por la División Estudios seguían plenamente vigentes. Mantener la TPM era coherente con un escenario base en que la economía continuaba con una recuperación gradual apoyada por las mejores condiciones externas, a lo que se iba sumando una aceleración del consumo y una recuperación de la inversión, aunque partiendo de una base algo más baja debido al negativo dato previsto para la formación bruta de capital fijo en edificación y obras en el tercer trimestre, pero con el impulso de mejores expectativas de consumidores y empresas. En este escenario, aunque la inflación se mantendría por debajo del 2% en su indicador global y subyacente durante casi todo el 2018 —por un peso algo más apreciado y la persistencia de *shocks* sobre precios más volátiles—, se recuperaría en el 2019, una vez que la disipación de estos efectos dejara lugar al impacto de un cierre gradual de brechas de actividad. Destacó que este era un escenario que descansaba significativamente en un aumento del dinamismo económico respecto de lo observado en los últimos meses y lo que se preveía hasta comienzos del 2018. Por su parte, reducir la TPM para acentuar el impulso expansivo de la política monetaria involucraría reconocer que, a pesar del mayor registro de inflación en octubre, se había ido materializando el riesgo de inflación a la baja identificado en el IPoM de septiembre. Esta opción estaría avalada además porque el periodo de baja inflación podía extenderse producto de una persistencia más aguda de los *shocks* de precios, de ajustes a la baja de expectativas y/o de una mayor lentitud en el cierre de la brecha de actividad, impidiendo una convergencia a la meta en dos años. La interacción de estos fenómenos constituía una amenaza especialmente relevante y debía ser debidamente atendida. A su juicio, el escenario base que se iba delineando hacía que la opción de una rebaja de la TPM representaba ahora, más que un seguro, una señal para guiar al mercado en un período de particular incertidumbre sobre la evolución de los precios y la brecha, como lo podía ser el segundo trimestre del 2018. Con todo, creía que el único atenuante de la opción de rebajar la TPM era que algunos de los mayores temores manifestados en la Reunión pasada, como el alza de tasas reales de mercado y la reducción de expectativas de inflación a dos años, se habían detenido o revertido. Esto, concluyó, permitía ganar algo de tiempo para preparar mejor el terreno para una decisión futura y para socializar, a través del IPoM, una perspectiva macroeconómica para los próximos meses que tenía más matices y condicionantes que lo que algunos agentes preveían.

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%.