

# Reunión de Política Monetaria

ABRIL 2013

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°197, celebrada el 11 de abril de 2013.**

Asisten el Presidente don Rodrigo Vergara Montes, el Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Joaquín Vial Ruiz-Tagle.

Asiste el Ministro de Hacienda, señor Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali; el Gerente de División Estudios, don Luis Óscar Herrera Barriga; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán de Ramón Acevedo; el Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan; el Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Luis Opazo Roco; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Rodrigo Cerda Norambuena; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; el Economista don Víctor Riquelme Peñaloza; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

## 1. Antecedentes

Tanto los antecedentes como la presentación preparada por la Gerencia de División Estudios, basada en información públicamente disponible, puede ser consultada en la página web del Banco <sup>1/</sup>.

## 2. Opciones

En esta ocasión, dados los antecedentes conocidos desde la última Reunión, la División Estudios presentó como opción relevante mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0%.

El escenario internacional delineado en el último Informe de Política Monetaria (IPoM) contemplaba una recuperación gradual del crecimiento mundial, en la que los términos de intercambio se mantenían elevados respecto de los niveles históricos y las condiciones financieras internacionales enfrentadas por Chile eran favorables. Con respecto a los riesgos externos, la situación fiscal y financiera de la Eurozona aún era frágil y no se podían descartar nuevas turbulencias provenientes de esa región.

En el plano local, se evaluaba que la intensidad de uso de la capacidad interna se mantenía estrecha como consecuencia del crecimiento acumulado por la economía. Este crecimiento había sido liderado por la demanda interna, principalmente impulsada por la inversión. Las proyecciones del último IPoM contemplaban que la tasa de inversión se mantendría en un nivel elevado, pero su ritmo de expansión debía moderarse conforme maduraran distintos proyectos. El dinamismo reciente del consumo privado reflejaba el crecimiento del ingreso laboral, mientras que los flujos de crédito hacia los hogares habían tendido a moderarse. Asimismo, la última Encuesta de Crédito Bancario reflejaba que los estándares de otorgamiento de préstamos de consumo se habían hecho más restrictivos, y se constataba una menor demanda por crédito de los hogares.

Con respecto a la decisión de política monetaria, al igual que en ocasiones anteriores, la opción de recortar la TPM podría justificarse ante el bajo registro de los indicadores de inflación. Sin embargo, el dinamismo acumulado por el gasto, la actividad y el empleo, junto con la estabilidad de las expectativas inflacionarias en torno a la meta y la moderación de los riesgos externos, llevaban a estimar que los bajos registros inflacionarios recientes constituían un fenómeno transitorio que se normalizaría en el horizonte de política. En este contexto, un recorte de la tasa de interés induciría una moderación más lenta de la demanda interna, exacerbando los riesgos de mediano plazo para la inflación. Por lo tanto, en esta ocasión se descartaba esta opción.

Por otra parte, la opción de aumentar la TPM se podría justificar como respuesta a la dinámica reciente de la demanda interna y el producto y su eventual impulso sobre la trayectoria futura de inflación. Aunque este era un riesgo relevante para el mediano plazo, los indicadores de inflación total y subyacente aún estaban significativamente por debajo de 2%, situación que probablemente continuaría en los próximos meses considerando la influencia de los precios internacionales de las materias primas. Asimismo, las expectativas privadas de inflación se mantenían en valores coherentes con la meta y los componentes de inflación de servicios y salarios no mostraban señales de una aceleración. Este conjunto de consideraciones llevaba a descartar la opción de aumentar la TPM en esta ocasión.

<sup>1/</sup> <http://www.bcentral.cl/politicas/reuniones-politica-monetaria/index.htm>

### 3. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros resaltaron la decisión de Japón de incrementar fuertemente la expansividad de su política monetaria. Varios Consejeros se refirieron a las consecuencias de esta decisión en los mercados financieros y cambiarios de todo el mundo. Un Consejero señaló que, en todo caso, su impacto real en la actividad económica de ese país aún estaba por verse. Un Consejero indicó que esta medida nuevamente ponía de manifiesto las dificultades por las que atravesaban las economías desarrolladas. Además, en su opinión, confirmaba que la elevada expansividad de las políticas en estas economías duraría por un buen tiempo.

Un Consejero destacó que las mencionadas políticas en Japón se daban en un contexto en que seguía resaltando el marcado diferencial entre las tasas de crecimiento de las economías desarrolladas y las emergentes y en que el resto del mundo desarrollado también estaba embarcado en políticas altamente expansivas. Además, expresó, las economías emergentes estaban comenzando a incrementar sus compromisos financieros a tasas de interés que no eran sostenibles en el largo plazo. Esto llevaba a incrementar el riesgo de que se estuvieran generando nuevos desequilibrios que eventualmente pudiesen llevar a una nueva crisis. En este sentido, prosiguió el Consejero, existía un desafío importante para las economías emergentes en términos de cómo acomodar los ingentes activos líquidos que se estaban inyectando en los mercados financieros internacionales. Las decisiones de política monetaria hiperexpansivas de las principales economías desarrolladas, a las que ahora se había sumado Japón, estaban en una dimensión distinta —por su audacia y magnitud— a la tradicionalmente pausada de los bancos centrales. En las economías emergentes se debiera analizar si es posible acomodar ese estímulo y, de lo contrario, evaluar las alternativas.

Todos los Consejeros destacaron la baja generalizada de los precios de las materias primas y, en particular, del cobre. Un Consejero señaló que la caída de este último era concordante con las señales de que dicho mercado se encontraba bien abastecido. Indicó, además, que si bien se mantenían los lineamientos generales del escenario base del IPoM, era conveniente evaluar el riesgo de una caída significativa del precio de este metal. En este sentido, un Consejero manifestó sus dudas sobre la sostenibilidad del precio del cobre en los próximos años.

Un Consejero resaltó el hecho que los mercados financieros parecían no estar descontando un conflicto inminente ante las tensiones políticas en la península de Corea.

Respecto de la economía chilena, todos los Consejeros destacaron que las cifras de actividad habían dado cuenta de alguna desaceleración. No obstante, enfatizaron que aún era temprano para sacar conclusiones a partir de estos datos y se debía esperar a recibir más información que permitiera confirmar una tendencia de desaceleración. Un Consejero planteó que más allá del Imacec de febrero, que había estado afectado por factores transitorios, había otros antecedentes que sí brindaban sustento a la hipótesis de que el crecimiento se encontraba en un proceso de normalización. Este era el caso de las cifras de producción industrial y de indicadores parciales para el sector construcción.

Un Consejero planteó que tanto en el IPoM como en la Reunión anterior se destacaba el mejoramiento relativo del escenario externo en comparación con un aumento del riesgo de que en el escenario interno no se diera la desaceleración esperada de la actividad y particularmente de la demanda. Las últimas cifras, si bien parciales, parecían mostrar que la desaceleración esperada en la economía, que era parte del escenario base del IPoM, podría estar tomando rumbo.

Varios Consejeros destacaron que las condiciones de otorgamiento de crédito se habían vuelto más restrictivas, lo que también había venido acompañado de signos de moderación de las colocaciones de consumo y comerciales. Un Consejero destacó que ello reflejaba la mayor prudencia del comportamiento de sistema bancario, lo que generaba holguras para el accionar de la política monetaria. Un Consejero señaló el contraste que esto tenía con el mayor acceso al financiamiento externo de las empresas y bancos chilenos.

En cuanto a la inflación, todos los Consejeros indicaron que esta había evolucionado en línea con lo esperado en el IPoM. Varios Consejeros resaltaron también que las expectativas de mercado seguían apostando a la convergencia de la inflación anual a 3% en el horizonte de proyección.

Varios Consejeros hicieron mención a la apreciación del peso. Un Consejero comentó la mayor volatilidad que había exhibido la moneda durante las últimas semanas. En todo caso, prosiguió, en general, este había sido un fenómeno global, y la apreciación del peso bilateral respecto al dólar había sido menor que la de muchos otros países con condiciones similares. Así, concluyó este Consejero, la evidencia seguía mostrando que el tipo de cambio se encontraba en niveles coherentes con sus fundamentos.

En términos de la política monetaria, todos los Consejeros concluyeron que la mejor decisión era mantener la TPM.

Un Consejero opinó que la conclusión natural de los antecedentes planteados era que el escenario base seguía siendo válido. Las inquietudes manifestadas en el IPoM derivadas de un ciclo expansivo de la economía y del gasto se mantenían. A su juicio, los antecedentes del último mes no aportaban elementos para cambiar esa percepción.

Un Consejero expresó que la contraposición entre riesgos internos y externos se mantenía vigente, con todo lo que ello implicaba. Sin embargo, prosiguió, el cuadro de riesgos seguía bastante fluido y por lo mismo requería un permanente monitoreo. En este contexto, la opción de política monetaria que predominaba ampliamente era la de mantener.

Un Consejero manifestó que la opción de bajar la TPM no era coherente con la dinámica de la demanda interna y las señales de moderación que se percibían en esta materia eran todavía muy preliminares. Por otra parte, la opción de subir la TPM no era razonable en un escenario mundial que seguía incierto, con políticas ultraexpansivas en el mundo desarrollado y, además, con una inflación interna por debajo del rango de tolerancia del Banco Central. A ello se sumaban expectativas de inflación a mediano plazo que se ubicaban en la meta. Continuó su argumentación señalando que al igual que en la ocasión previa, destacaba lo elevado de la TPM chilena en relación con la de países de similares características y, además, que la tendencia de diversas economías de reducir sus tasas de política monetaria seguía. En estas circunstancias, finalizó, no parecía haber cambios mayores que justificaran una posición distinta respecto del mes anterior.

#### **4. Acuerdo**

---

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor Vergara, del Vicepresidente señor Marfán y de los Consejeros señores Marshall, Claro y Vial, mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0% anual.