

# Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2013

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°202, celebrada el 12 de septiembre 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.

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 Investigación Económica, don Claudio Raddatz Kiefer; 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; la Economista Senior doña Ivonne Vera Reichert; la Secretario Ejecutivo Subrogante del Gabinete de la Presidencia, doña Erika Arraño González; el Economista don Víctor Riquelme Peñaloza; y la Secretario General, doña Marlyns 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 opciones relevantes mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0% o recortarla en 25 puntos base (pb) a 4,75%.

Como se había señalado en Reuniones anteriores, la opción de recortar la TPM podía justificarse ante la constatación de un menor impulso externo, la maduración del ciclo de inversiones en minería y las perspectivas de un menor dinamismo del mercado laboral y el consumo privado, todo lo cual debería reducir las presiones sobre la capacidad instalada, el mercado laboral y, en último término, la inflación. Las proyecciones recientemente publicadas en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre eran coherentes con este escenario.

En el ámbito internacional, los indicadores conocidos desde la última RPM confirmaban una recuperación gradual del crecimiento de las economías avanzadas junto a una desaceleración de las emergentes. Un aspecto positivo en estas últimas era la estabilización de algunos de los indicadores para China. Sin embargo, se mantenía la preocupación respecto de la salud de su sistema financiero. El riesgo de un aumento más pronunciado del costo del petróleo también había tomado mayor relevancia durante el último mes, pero las noticias más recientes parecían haber atenuado estos temores. Los inversionistas internacionales seguían expectantes ante la próxima reunión de la Reserva Federal. Las tasas de interés de largo plazo de los bonos del Tesoro americano y de otras economías avanzadas habían continuado subiendo, pero, a diferencia de meses anteriores, sin provocar un deterioro adicional en los mercados emergentes. Destacaba que hasta ese momento los efectos de los mercados financieros en Chile habían sido bastante acotados.

Con respecto a la actividad en Chile, desde el primer trimestre se había observado una desaceleración del PIB asociada al menor crecimiento de la inversión, mientras que el consumo privado había mostrado un mayor dinamismo. Las proyecciones presentadas en el último IPoM anticipaban que la actividad seguiría evolucionando a un ritmo similar al observado en la primera mitad del año, mientras que la desaceleración de la demanda final debería profundizarse en los próximos trimestres de la mano de un menor dinamismo del consumo privado. Hasta ese momento, la desaceleración de este último había sido menor, reflejando que tampoco se habían dado ajustes significativos en la evolución de los ingresos laborales o en la disponibilidad de crédito para los consumidores.

Respecto de las cifras de actividad, llamaba la atención la discrepancia entre las cifras de producción y ventas finales de meses recientes, lo que en esta oportunidad se había reflejado en una fuerte moderación de la acumulación de existencias. Esta evolución no obedecía a perspectivas de una desaceleración marcada de las ventas finales, ni tampoco se constataba en las encuestas a empresas una percepción de inventarios excesivos en el comercio o industria. Era posible que se tratara simplemente de ruido estadístico, pero era un aspecto que se debía seguir analizando, porque la discrepancia se podría reflejar más adelante en una reaceleración de la producción o mayores importaciones.

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

En este contexto, la opción de mantener la tasa de política monetaria podía justificarse en que las condiciones en el mercado laboral aún eran estrechas, la desaceleración de la actividad había sido suave y la demanda final aún mostraba un dinamismo relevante, a lo cual se agregaba que algunos riesgos externos se habían mitigado. La acumulación de mayor información permitiría verificar si las tendencias recientes de desaceleración de las ventas finales se profundizaban en los próximos meses, como estaba implícito en las proyecciones del último IPoM. Esta opción era además la expectativa de consenso o mayoritaria en el mercado, por lo que no debería afectar la evolución de la curva de tasas ni otros precios financieros.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Respecto del escenario internacional, todos los Consejeros señalaron que se consolidaba un crecimiento moderado en Estados Unidos, donde se esperaba el pronto inicio del proceso de retiro de las medidas de estímulo monetario no convencional. Además, resaltaron la mayor tranquilidad en Europa, economía que seguía mostrando un estancamiento en términos de crecimiento. Si bien destacaron que la desaceleración de las economías emergentes proseguía, resaltaron que en China esta parecía haber llegado a su punto más bajo y que el crecimiento se habría estabilizado. Un Consejero comentó que esos fenómenos se habían traducido en tres grandes patrones. El primero, que las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos se habían mantenido altas. El segundo, que la mayor estabilidad en el exterior había aminorado el costo de financiamiento externo para las economías emergentes en el margen y sus monedas se habían apreciado. El peso no había sido la excepción. El tercero, que los precios de las materias primas, incluyendo el cobre, se habían mantenido estables.

Un Consejero planteó que las perspectivas de que se estaría próximo a comenzar a retirar los estímulos monetarios en Estados Unidos, había redundado en tasas de interés de largo plazo más elevadas en esa economía. La contrapartida de esto era una mejora en las perspectivas de crecimiento de esta economía. Sin embargo, el aumento de tasas de interés había repercutido en las tasas de interés en otras partes del mundo. Especial atención merecía el incremento de estas en la Eurozona, las que ciertamente no respondían a perspectivas de mayor crecimiento ni a expectativas de retiro de estímulos monetarios, sino más bien eran una reacción a los acontecimientos en Estados Unidos. En este caso, el aumento de las tasas de interés no era una buena noticia y ya se apreciaban algunos efectos como, por ejemplo, la reciente petición de un nuevo rescate de Grecia y el extraordinario repunte del riesgo soberano de Portugal.

Un Consejero, al referirse a la desaceleración de las economías emergentes, manifestó la importancia de monitorear los acontecimientos en Brasil, Turquía, India, Indonesia y Sudáfrica, pues presentaban vulnerabilidades que, de potenciarse, podrían afectar al resto del mundo emergente. Un Consejero se mostró preocupado por los evidentes signos de debilidad y vulnerabilidad de India. Ello, pues si bien esta economía tenía un peso menor en términos de comercio o flujos financieros internacionales, sí era relevante en términos de PIB, tamaño de su población y peso político. Prosiguió este Consejero refiriéndose a China, destacando que los indicadores de confianza en ese país habían estado cayendo todo el año, pasando al nivel pesimista y a su registro más bajo desde mediados de los noventa. Si bien no era fácil interpretar los indicadores chinos, esto podría ser anticipo de una mayor debilidad de su consumo interno. Un Consejero llamó la atención sobre el hecho que en los países emergentes la balanza se inclinaba por medidas de política monetaria y cambiaria orientadas a frenar las depreciaciones de las monedas y la inflación, en un claro contrapunto con las economías avanzadas.

En cuanto a la economía chilena, todos los Consejeros destacaron la dicotomía entre la desaceleración de la actividad —que proseguía— y el dinamismo del consumo.

Algunos Consejeros resaltaron el rol de la caída de los inventarios en la evolución de la demanda interna. Un Consejero planteó la necesidad de tener una mejor evaluación sobre este fenómeno, pues podría ser un indicador anticipado de un menor consumo e inversión en capital fijo en adelante, pero también podría estar prediciendo una recuperación de estos mismos inventarios.

Varios Consejeros comentaron que había antecedentes que seguían anticipando una desaceleración del consumo en adelante, aunque la velocidad de esta desaceleración era difícil de prever. En particular, comentaron el ajuste a la baja de las expectativas de los consumidores, la desaceleración de la masa salarial y el ritmo moderado al que evolucionaban los créditos de consumo. También las bajas de las expectativas empresariales y de la tasa de crecimiento de la inversión. Un Consejero agregó la moderación de las importaciones, en especial la de los bienes intermedios, que llevaban cuatro meses de crecimiento negativo en doce meses.

Un Consejero opinó que mientras el consumo y la inversión siguieran creciendo de manera persistente a tasas similares a las actuales, era difícil visualizar que la actividad se desacelerara aún más. Pero, al mismo tiempo, en la medida que el consumo no estaba desviado de sus fundamentos, era posible que la actividad continuara creciendo a tasas algo por sobre 4% y el tipo de cambio real se

mantuviera estable en los valores actuales, lo que junto con menores presiones salariales, mantendría la inflación acotada por un tiempo más largo.

Un Consejero señaló que la fortaleza del consumo y un crecimiento que, aunque más bajo, no estaba significativamente alejado del crecimiento potencial, daba al Banco Central tiempo para seguir monitoreando la situación antes de tomar una decisión con respecto al cambio en la TPM. En su opinión, en los próximos meses se debiera empezar a observar una desaceleración del consumo privado y no se podía descartar que también se viera algo mayor intensidad en la desaceleración de la actividad.

Un Consejero indicó que frente a las expectativas de menor impulso externo, era esperable una reacción de los precios relativos. En este sentido, le llamó la atención que si bien el peso chileno se había venido apreciando lentamente, lo había hecho tanto respecto del dólar como en términos multilaterales, algo que en su opinión era contrario a los estímulos que provenían de la economía internacional. Esto, junto con los bajos niveles de inflación, era una mezcla que debía ser observada con atención para evaluar si constituía o no tendencia. Si constituyera tendencia, concluyó este Consejero, deberían evaluarse los cursos de acción.

En cuanto a la inflación, todos los Consejeros comentaron que esta seguía baja, mientras se esperaba que la medida subyacente volviera muy gradualmente a 3%. Además, indicaron que las expectativas continuaban en torno a 3% en el horizonte de política. Un Consejero puntualizó que existía una incipiente desaceleración de los salarios, pero que en todo caso había que esperar el próximo dato para aislar el efecto del cambio de fecha de entrada en vigencia del reajuste del salario mínimo, antes de emitir un veredicto más definitivo.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros señalaron que la mejor decisión era mantener la TPM en 5%. Un Consejero opinó que si bien las dos opciones planteadas por la División de Estudios eran válidas, se inclinaba por una mantención, lo que justificó por dos razones. La primera, porque las cifras habían mostrado que la economía nacional había logrado mantener cierto *momentum*, con una desaceleración de la actividad acotada, por lo que creía que mantener la TPM en esta ocasión seguía entregando amplios espacios de movimiento y de evaluación hacia adelante. La segunda, porque era una decisión esperada por el mercado, y no veía en ese momento razones para sorprender.

De acuerdo con un Consejero, eran varios los elementos a ponderar. Una primera consideración era si las señales de desaceleración eran o no suficientes para

justificar un recorte. En su opinión, las señales de desaceleración existían, pero parecía prudente esperar hasta que estas se consolidaran. Un segundo punto, muy relacionado con el anterior, se refería al nivel de la tasa. Si bien la TPM se ubicaba en un rango de valores que se podían considerar como normales para nuestro país, el diferencial respecto del resto del mundo y particularmente respecto de los países desarrollados era enorme, con todas las implicancias de ello para la conducción de la política monetaria. Esto sugería que existía espacio para un recorte y que ello no iba a cambiar en los próximos meses. Un tercer elemento se refería a la magnitud del ajuste que se proyectaba realizar. Cuando se plantea un recorte muy reducido y muy acotado surge la inquietud de si no es mejor privilegiar la estabilidad. En su opinión, en esta coyuntura no existía esa inquietud. Un cuarto punto se refería a los efectos de un recorte que en estas circunstancias podía inducir cambios en la composición de la demanda que facilitara el necesario ajuste interno de la economía. Postergar indefinidamente una decisión podía favorecer el retorno a un escenario con un peso más apreciado, baja inflación y un consumo que modera su crecimiento muy lentamente. Una consideración adicional relevante para esta Reunión específicamente, era que el mercado esperaba una mantención. Si bien en su opinión ello no debía ser tomado en sí como una limitación, en estas circunstancias, una acción sorpresiva no sería fácil de absorber por parte del mercado.

Un Consejero consideró que las opciones presentadas por la División de Estudios eran las más razonables. Mantener la TPM era coherente con el dinamismo de la demanda final y, relacionado con esto, con el todavía elevado déficit de la cuenta corriente. Bajar la TPM era coherente con un escenario externo complejo, con una inflación que seguía baja y que al parecer seguiría bajo la meta del Banco Central por un tiempo, con una inflación subyacente particularmente baja, con expectativas de inflación a mediano plazo en 3%, con una desaceleración de la actividad y con indicadores líderes que anticipaban una desaceleración de la demanda. Con todo, concluyó, era importante seguir con la política de no reaccionar a datos puntuales y seguir proyectando tendencias. Esto, por cuanto recientemente se habían conocido algunos datos que podrían haber llevado a una u otra decisión, lo que hubiera sido un error. Asimismo, era posible anticipar que en el futuro inmediato también se conocerían datos volátiles, que no debían llevar a perder la perspectiva de mediano y largo plazo.

#### 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.