

# Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2013

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°195, celebrada el 14 de febrero 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 también el Ministro de Hacienda, don Felipe Larraín Bascuñán.

Asisten también 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 Política Financiera, don Kevin Cowan Logan; el Gerente de Análisis Macroeconómico Subrogante, don Miguel Fuentes Díaz; 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%.

Las noticias desde la publicación del Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre no alteraban el escenario base internacional o local presentado en esa ocasión. En el plano externo, se seguía esperando una recuperación gradual del crecimiento de la economía mundial y de los socios comerciales, mientras que los términos de intercambio continuaban elevados y las condiciones financieras internacionales se mantenían favorables. Los antecedentes recientes de actividad internacional habían evolucionado aproximadamente en línea con estas proyecciones.

No obstante, se mantenían algunos riesgos relevantes en el escenario externo vinculados a la frágil situación de la Eurozona. No se podía descartar un resurgimiento de las tensiones financieras en esa región, particularmente relacionadas con los desarrollos políticos que allí se dieran. Sin embargo, otros riesgos negativos también relevantes, como la posibilidad de un ajuste fiscal drástico en Estados Unidos o una desaceleración más abrupta de la economía china, parecían haberse moderado en los últimos meses.

En el plano local, se mantenía una situación estrecha en el mercado laboral y también en los mercados internos. La actividad había continuado creciendo a un ritmo entre 5 y 6%, impulsada por el sostenido dinamismo de la demanda interna y, especialmente, de la inversión. Estas presiones de demanda, sin embargo, se habían expresado principalmente en mayores importaciones, con efectos menos intensos sobre la utilización de los recursos internos y la inflación. La inflación subyacente, que excluye energía y alimentos, se mantenía acotada, ubicándose levemente por sobre 1% anual, y no se observaba evidencia de una aceleración en el margen.

Como se había señalado, la moderada respuesta de la inflación ante el dinamismo del ciclo podía reflejar los rezagos propios de su relación con la actividad o el empleo, así como la influencia de la apreciación cambiaria reciente. Sin embargo, tampoco se podía descartar un mayor crecimiento de la productividad, como se desprendía de algunos indicadores relacionados. No obstante, esta era una hipótesis que debía ser evaluada con cautela, toda vez que la productividad se mueve positivamente con el ciclo.

Por otra parte, el reciente patrón de crecimiento liderado por la demanda interna había resultado en una ampliación del déficit de cuenta corriente, tema que de continuar, podría ser un factor de vulnerabilidad externa. Abordar este tema, sin embargo, iba más allá de la política monetaria.

---

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

Sobre la base de estos antecedentes, se estimaba que mantener la TPM en su nivel actual era coherente con la convergencia de la inflación a la meta dentro del horizonte de proyección. Además, se justificaba en que el nivel actual de la TPM estaba dentro de un rango de valores neutrales.

Al igual que en otras ocasiones, la opción de recortar la TPM se podía justificar como una medida preventiva ante el riesgo de una desaceleración más marcada del crecimiento o una caída más duradera de la inflación, pero como se había señalado, los escenarios de riesgo externo parecían algo más acotados y tampoco se visualizaba una desaceleración relevante de la demanda o la actividad interna. Sobre la inflación, el dinamismo acumulado por la actividad y el empleo, junto con la estabilidad de las expectativas, llevaban a evaluar que los bajos registros inflacionarios recientes eran un fenómeno transitorio que se revertiría en el horizonte relevante de política monetaria. Por lo tanto, se desestimaba la opción de recortar la TPM.

Por otra parte, la opción de aumentar también se descartaba en esta ocasión. Si bien se podía justificar como respuesta a la dinámica reciente del gasto interno y la actividad, los indicadores de inflación subyacente y las expectativas privadas de inflación se mantenían en valores acotados, coherentes con la meta, y no mostraban señales de una aceleración. Además, había aumentado el diferencial entre la TPM chilena y la de otras economías.

### 3. Decisión de política monetaria

---

En el plano externo, todos los Consejeros coincidieron en destacar la relativa mayor calma que prevalecía en los mercados financieros. También comentaron la debilidad del crecimiento de las economías desarrolladas, destacándose las negativas cifras de actividad de Japón y la Eurozona en el cuarto trimestre del 2012. Varios Consejeros resaltaron que este panorama de debilidad en el crecimiento mantendría las tasas de interés en niveles bajos por un tiempo prolongado. Un Consejero expresó su preocupación por la creciente tensión entre los países desarrollados que provocaban las políticas de estímulo basadas en expansiones monetarias. En su opinión, el debilitamiento deliberado de algunas monedas podría llevar a que las tensiones aumentaran y se trasladaran a otras esferas, incluida la comercial, poniendo en peligro la incipiente recuperación económica.

Un Consejero destacó que, aunque no se podía descartar, no se había producido una ampliación en el número de economías que mostraban signos

de desaceleración, como antes había sucedido con China, Brasil, Australia, Nueva Zelanda y Colombia, entre otras. En esta lista, resaltó, había, al igual que Chile, economías especializadas en la exportación de recursos naturales. Con todo, varios Consejeros resaltaron el comportamiento más dinámico de la economía china.

Varios Consejeros opinaron que la probabilidad de ocurrencia de escenarios extremos se había reducido. En particular, algunos Consejeros resaltaron las noticias en materia fiscal en Estados Unidos. Pese a ello, varios Consejeros señalaron que los riesgos de ocurrencia de escenarios extremos en la Eurozona seguían presentes y eran la principal amenaza a la economía mundial. Algunos Consejeros destacaron la incertidumbre que provocaba el deterioro del clima político en la Eurozona respecto de los ajustes y reformas que debían hacerse en la región. Así, un Consejero concluyó que el balance general de la situación internacional era más bien positivo, pero la aparición de nuevos factores de riesgo debía ser seguido con atención.

Un Consejero argumentó que la combinación de estabilidad en los mercados financieros y débiles cifras de crecimiento tendían más bien a reflejar una disminución de las primas por riesgo derivada de eventos catastróficos —los que no obstante igual podrían observarse hacia adelante— que un cambio de tendencia en la recuperación de la actividad —que por ahora no se avizoraba claramente—.

Internamente, todos los Consejeros destacaron el dinamismo de la actividad y la demanda interna. Varios Consejeros comentaron que la desaceleración de la demanda era más lenta que lo previsto. Un Consejero llamó la atención de que desde hace mucho tiempo se esperaba una desaceleración de la demanda interna y del nivel de actividad, lo que no había ocurrido al ritmo anticipado. Además, en lo más reciente, no había ninguna evidencia de esa desaceleración, ni en la demanda ni en el producto. Por el contrario, señaló, persistía un crecimiento que, con la información disponible, no era sostenible en el mediano y largo plazo. Un Consejero señaló que a la consolidación de un crecimiento de la demanda interna por encima del incremento del PIB potencial, se añadía un mayor riesgo de aceleración impulsada por las mejoras en el mercado del trabajo, confianza de los consumidores, condiciones de financiamiento favorables, todo ello en medio de un fuerte dinamismo de la inversión privada, especialmente en minería y energía. Con todo, un Consejero llamó la atención sobre la velocidad de expansión de la actividad en el cuarto trimestre del 2012, indicando que si bien estas cifras eran volátiles y podían estar sujetas a cambios, en general sugerían una desaceleración gradual, aunque lenta, de la economía.

Respecto de la inflación, un Consejero opinó que la mayor amenaza era, además de la fortaleza de la demanda interna, la evolución de los salarios, que crecían a tasas por sobre la tendencia de mediano plazo de la productividad media. Un atenuante, señaló, era que la reasignación de recursos humanos hacia sectores de mayor productividad podría justificar la desviación transitoria de los salarios respecto de dicha tendencia. Un Consejero resaltó que seguía presente la diferencia entre los componentes de la inflación asociados a bienes —que continuaba baja o negativa— y la inflación de servicios. Si bien esta última se mantenía alta, había moderado su expansión en doce meses, lo que contrastaba con el dinamismo de los salarios y con el mercado laboral en general.

En cuanto a la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que debía mantenerse la TPM en 5%. Un Consejero opinó que la mixtura de altos términos de intercambio y bajos costos financieros externos seguía favoreciendo el desempeño económico chileno. Pero, al mismo tiempo, era el principal reto de manejo macroeconómico. Señaló, que si bien subsistía la debilidad mundial, había un dinamismo interno sostenido que, por el momento, no se había traducido en mayores presiones inflacionarias ni en un abultamiento excesivo de la cuenta corriente. Sin duda, finalizó, estos eran fenómenos que se debían seguir de cerca.

Un Consejero destacó que el balance de riesgos permanecía en general equilibrado y resultaba difícil levantar una opción distinta de la de mantener. Sin embargo, el peso relativo de los riesgos hasta el momento había tendido a cambiar: los riesgos internos habían adquirido mayor relevancia, por lo menos en el corto plazo. En estas circunstancias, ni un alza ni una baja resultaban razonables, teniendo en cuenta, entre otros elementos, que la TPM se ubicaba en un rango neutral y que era relativamente alta comparada con la de las economías desarrolladas. En todo caso, acotó, la complejidad del actual escenario exigía mantenerse atentos a la posibilidad de que surgieran elementos que recomendaran nuevos cursos de política.

Un Consejero comentó que la economía chilena seguía enfrentando, y el Banco Central, en particular, un puzzle respecto de las decisiones de política económica. Un crecimiento por sobre lo sostenible en la demanda interna podía traducirse en presiones inflacionarias, que era una forma en que se evidencia un eventual sobrecalentamiento, o en una aceleración insostenible de las importaciones. Las cifras recientes habían mostrado que la inflación no daba evidencia, hasta ahora, de responder a esa demanda interna acelerada, y las importaciones sí mostraban una aceleración que, pese a ser incipiente, se sumaba a una cuenta corriente con un saldo que generaba alguna preocupación. Agregó que con un escenario externo muy probable de bajo crecimiento y bajas tasas de interés,

y un escenario interno donde la actividad y la demanda no se desaceleraban al ritmo considerado necesario, determinar el instrumental de política para poder enfrentar una coyuntura como la actual parecía complejo. Finalizó este Consejero enfatizando que la desaceleración de la demanda interna y del nivel de actividad no se manifestaba todavía con la fuerza esperada, expresando su preocupación por que se pudieran estar acumulando desequilibrios.

Un Consejero expresó que se mantenían las fuerzas opuestas de los últimos meses. La opción de subir la TPM era poco sostenible en un escenario en que, aunque los riesgos extremos eran menores, los riesgos externos seguían existiendo. Además, la gran liquidez internacional producto de las políticas monetarias ultraexpansivas de los países desarrollados, la elevada tasa de interés local con relación al resto de los países, una inflación por debajo del rango de tolerancia del Banco Central junto con expectativas a mediano plazo en la meta, hacían que una decisión en tal sentido fuera particularmente compleja. Cabía mencionar también que el elemento más dinámico de la demanda era la inversión, relacionada en forma relevante con proyectos de largo plazo que, para estos efectos, podían ser bastante exógenos. La opción de bajar la TPM tampoco era la adecuada en cuanto los signos de desaceleración interna seguían siendo todavía tenues e inciertos y, de hecho, el nivel era todavía elevado. Asimismo, el mercado laboral y las holguras de capacidad se mantenían estrechos. En estas circunstancias, no parecía haber cambios mayores que justificaran una posición distinta respecto de Reuniones anteriores.

#### 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.