

# Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2013

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 199, celebrada el 13 de junio 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 Política Financiera, don Kevin Cowan Logan; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán de Ramón Acevedo; el Gerente de División Estadísticas subrogante, don Francisco Ruiz Aburto; 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 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; 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>.

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

## 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%.

En el plano externo, las expectativas de crecimiento se habían corregido a la baja, especialmente por el menor desempeño de las economías emergentes, lo que había producido una disminución de los precios internacionales de materias primas. Al mismo tiempo, se había observado una reversión de las condiciones financieras internacionales, especialmente para las economías emergentes, lo que había depreciado sus activos y monedas frente al dólar.

En el plano local, los antecedentes daban cuenta de que la desaceleración de la actividad económica y la demanda interna, no así de la demanda final, había continuado durante el segundo trimestre. La inflación de mayo había estado en línea con lo esperado. El peso chileno se había depreciado respecto del dólar y otras monedas, y también en términos reales. Además, las encuestas señalaban expectativas de reducción de la TPM dentro de los próximos meses, pero para esta Reunión anticipaban una mantención.

Con respecto a la decisión de política monetaria, la opción de recortar la tasa podría justificarse por la anticipación de una desaceleración más intensa de la actividad y el gasto interno en los próximos trimestres, y una postergación de la normalización esperada de la inflación hacia la meta del 3%. Los antecedentes internacionales acumulados desde marzo configuraban un entorno externo algo menos favorable para la economía chilena de lo que se había previsto en marzo, incluyendo un menor crecimiento de los socios comerciales, términos de intercambio más bajos y condiciones financieras externas algo menos favorables. Sin embargo, esta situación, especialmente en lo que se refería a las condiciones financieras, aún no estaba bien asentada a juzgar por la alta volatilidad que mostraban los mercados financieros internacionales.

En Chile, los antecedentes recientes eran coherentes con la desaceleración de la actividad y la demanda interna. Este proceso iba algo más rápido de lo anticipado en el último IPoM, pero era parte de un proceso normal de convergencia hacia tasas de crecimiento y niveles de tendencia para la demanda y la producción. La desaceleración había sido relativamente generalizada por el lado de la actividad, con excepción de la minería, mientras que por el lado de la demanda había sido, desde la publicación del IPoM a la fecha, algo más intensa en la inversión y más suave en el consumo privado. Los datos parciales del segundo trimestre indicaban que el producto había continuado creciendo por debajo de

lo anticipado, mientras que la sorpresa negativa en la demanda final se había moderado. Este conjunto de antecedentes abría la posibilidad de un escenario de crecimiento de la economía más lento de lo anticipado en el último IPoM. El ajuste de la inversión podría ser más profundo de lo proyectado, pero el consumo privado todavía mostraba dinamismo y sus fundamentos también eran sólidos. Por lo tanto, era menos probable que se diera un ajuste abrupto de la demanda. En todo caso, la evaluación y el juicio respecto a estas proyecciones dependían de los datos que se irían conociendo en los próximos meses, así como de la evolución del entorno externo.

Con respecto a la inflación, esta había evolucionado algo por debajo de lo proyectado en marzo, pero principalmente por factores transitorios relacionados con precios de energía que se corregirían en los próximos meses. Las proyecciones internas contemplaban una normalización gradual de la inflación hacia la meta, que partía desde una evaluación de una situación estrecha en el mercado laboral y también en términos de capacidad interna. Este juicio aún se mantenía y las expectativas inflacionarias eran coherentes con este escenario, pero la consolidación de un escenario de menor crecimiento o la postergación de la corrección esperada de la inflación podrían llevar a modificar esta evaluación.

Finalmente, hasta ese momento, los cambios observados tanto en las tasas del mercado monetario como en el tipo de cambio habían ido en la dirección esperada dado los eventos ocurridos y facilitaban el ajuste de la economía ante la evidencia de menor crecimiento y deterioro de los términos de intercambio. Asimismo, pese a la mayor volatilidad internacional, se observaban condiciones financieras estables en los mercados locales.

### 3. Decisión de política monetaria

En el plano internacional, todos los Consejeros coincidieron en señalar que en Estados Unidos se estaba consolidando un escenario de recuperación y en las emergentes de desaceleración. Además, en Estados Unidos el mercado estaba incorporando la posibilidad de un retiro anticipado, pero gradual, del estímulo monetario. En este proceso de cambio, los mercados financieros internacionales habían mostrado una mayor volatilidad y las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes se habían tornado menos favorables. Varios Consejeros señalaron que, en todo caso, este constituía un paso hacia la normalización, que debiera tener una connotación positiva.

Un Consejero destacó que era inevitable que las señales de recuperación en Estados Unidos indujeran cambios en la valoración de los activos, acompañado

por volatilidad, toda vez que las tasas de los instrumentos de deuda pública se encontraban en niveles mínimos históricos. De acuerdo con un Consejero la normalización de los estímulos monetarios, de ninguna manera, debería abortar la recuperación en Estados Unidos, más bien constituía un síntoma de recuperación de esa economía.

Varios Consejeros destacaron que este proceso de normalización traía consecuencias para las economías emergentes y que su panorama había cambiado en el corto plazo. Un Consejero señaló que Chile, en los últimos años, se había visto beneficiado de altos precios de exportación, en particular del cobre, y de un acceso preferente a financiamiento externo. Con todo, no existían elementos para pensar que habrían cambios bruscos, sino más bien una convergencia a patrones más cercanos a los históricos, pero, sin duda, estos cambios habían afectado los precios de los activos en varios países emergentes, presionando las bolsas, los spreads de bonos de gobierno y corporativos, así como la valorización de sus monedas. Algunos Consejeros resaltaron que el alza de los premios por riesgo podría ser perjudicial para las economías que no tenían disponibilidad de fuentes de financiamiento alternativas, entre ellas varias de la Eurozona. Un Consejero agregó que la respuesta del premio por riesgo soberano chileno había sido moderada y que Chile tenía fuentes de financiamientos alternativas. Un Consejero estimó que era muy importante vigilar de cerca la evolución de los flujos de capitales y mercados financieros, porque la permanencia e intensidad de esta reversión de flujos de capitales serían claves para definir el escenario financiero que enfrentaban países como Chile.

En el plano interno, todos los Consejeros coincidieron en resaltar la desaceleración de la actividad. Algunos señalaron que la moderación constituía más bien una normalización de las tasas de crecimiento que se había observado con anterioridad y uno destacó que era deseable. Un Consejero señaló que si bien la desaceleración había sido mayor a la anticipada, solo el paso del tiempo y las nuevas cifras confirmarían si se trataba de elementos transitorios o permanentes.

Varios Consejeros resaltaron que por el lado de la demanda se observaba un mayor impacto en la inversión que en el consumo. Un Consejero recalcó que parte de la desaceleración era esperada porque se sabía que se estaba próximo al fin del ciclo de inversión. Un Consejero opinó que en todo caso, la volatilidad de los datos de inversión hacía difícil evaluar con claridad la velocidad de dicha desaceleración. Un Consejero señaló que el ajuste de la inversión era dispar: muy intenso en las compras de maquinarias y equipos y menos en construcción y en el componente de inversión pública. De acuerdo con un Consejero, lo acontecido con la inversión resultaba natural en una etapa de desaceleración del ciclo económico, aunque se manifestó sorprendido por la fuerza que seguía

mostrando el consumo de bienes durables. Algunos Consejeros comentaron que la robustez del consumo respondía a las buenas condiciones del mercado laboral y el alto nivel de las expectativas de consumidores. A ello se sumaba que el nivel de endeudamiento de las personas no constituía un factor restrictivo para efecto del gasto de los hogares.

Varios Consejeros hicieron mención a la estrechez del mercado laboral, algo que daba sustento al dinamismo del consumo. Algunos Consejeros se mostraron preocupados por el crecimiento de los salarios reales y porque la brecha entre los salarios nominales efectivos y los calculados de acuerdo a los patrones históricos de indexación siguiera aumentando persistentemente, lo que planteaba desafíos crecientes a mediano plazo. En momentos en que el aumento del empleo convergía a tasas sostenibles, esta aceleración de los salarios reales era un factor de dinamización del consumo que debía ser observado con atención.

Algunos Consejeros hicieron mención a la depreciación del peso. De acuerdo con un Consejero la consolidación de un escenario de menor crecimiento, incluso menor que el potencial, debiera estar aparejada de cambios en los precios relativos, en particular, del tipo de cambio real y de tasas de interés. Algo de esto ya había sucedido por razones más bien externas, pero podría profundizarse en la medida que las tendencias recientes de la economía doméstica persistieran.

Todos los Consejeros hicieron referencia a los bajos registros de inflación, aunque enfatizaron que se esperaba una convergencia en los próximos meses. Además resaltaron que las expectativas de inflación a dos años plazo permanecían en torno a 3%.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que, en vista de los antecedentes, la mejor decisión era mantener la TPM en 5%.

Un Consejero señaló que los antecedentes para evaluar la velocidad de ajuste del crecimiento aún eran mixtos, lo que sugería cautela en las decisiones de política. No obstante, en su opinión, las condiciones que justificaban tener tasas de interés más altas que en otros países equivalentes al nuestro habían ido cediendo. A su juicio existían elementos que justificaban tanto mantener la TPM como bajarla en 25pb. Prosiguió este Consejero indicando que el riesgo de llegar tarde no se percibía como muy grande. Aunque existía incertidumbre sobre la velocidad de la desaceleración, esta parecía darse de manera gradual en distintos componentes de la demanda, lo que valoraba la opción de esperar. Por otro lado, opinó que una baja entregaría una señal de que la desaceleración se había consolidado inequívocamente, lo que no era tan evidente. En todo caso,

finalizó, en la medida que se fueran consolidando estos patrones, se justificaría una modificación de la TPM en las próximas Reuniones.

Un Consejero puntualizó que la TPM se mantenía en niveles relativamente altos comparados con los de las economías desarrolladas. Con diferenciales de crecimiento y de tasas largas que comenzaban a reducirse, parecía razonable evaluar la posibilidad de introducir un ajuste en la TPM. La pregunta relevante era cuándo se debía iniciar este proceso. La opción de mantener la tasa permitía acumular más antecedentes y, de confirmarse las tendencias, proceder sobre bases más firmes. También tenía la ventaja de darle al mercado algo más de tiempo para asimilar e internalizar los cambios sugeridos. Si se optaba por recortar la TPM en esta Reunión, existía algún riesgo de que el mercado no procesara esta decisión adecuadamente, considerando que este todavía esperaba mayoritariamente una mantención.

En pocas semanas se divulgaría el próximo IPoM, lo que serviría para entregar una visión más completa sobre la evolución de la economía y la orientación de la política monetaria. Antes de finalizar, expresó que un recorte de la TPM facilitaría el necesario ajuste que requiere la economía, siempre que no fuera seguido por acciones de estímulo adicionales en otros frentes de la política macroeconómica.

Un Consejero recordó que en los últimos meses había habido un puzzle de política. Desde el frente externo, venían presiones para reducir la TPM, pues los diferenciales de tasas generaban presiones sobre los flujos de capitales y, especialmente, sobre el tipo de cambio. En cambio, prosiguió, los indicadores internos apuntaban a subir la TPM, dado lo apretado del mercado del trabajo. En este sentido había sido tranquilizador que los registros de inflación habían sido anormalmente bajos, lo que había permitido postergar la resolución de este puzzle en favor de una u otra opción. En el último mes, sin embargo, las tensiones sobre la política monetaria se habían relajado en los dos frentes. Por una parte, las tasas de interés externas se habían elevado y el peso se había depreciado. Por otra parte, aunque el mercado del trabajo seguía muy apretado, la actividad se había ido desacelerando. Sin embargo, prosiguió, mirando hacia futuro y considerando que resultaba más riesgoso enfrentar situaciones de déficit de cuenta corriente en el contexto al que se estaba encaminando el escenario internacional, lo ideal sería poder combinar una desaceleración del gasto con una reducción de tasas de interés y una descompresión del déficit de la cuenta corriente. En particular, un buen indicador era la evolución del tipo de cambio. En ese sentido, argumentó, había que seguir mirando con especial cuidado la evolución del gasto agregado, público y privado, para saber la oportunidad y la cadencia con la cual debiera seguir la política monetaria a futuro.

Un Consejero indicó que era natural tener dudas sobre cuán permanentes eran las sorpresas que se habían observado últimamente. Todavía había variables que iban en la dirección opuesta a la de la desaceleración, como la estrechez del mercado laboral, por lo que era prudente esperar para tener más información. Al igual que en ocasiones previas, destacaba lo elevado de la TPM chilena en relación con países de similares características al nuestro. Con todo ello, las opciones presentadas por la División de Estudios eran las más razonables. Bajar la tasa en 25pb era coherente con una desaceleración más pronunciada que la esperada, con la baja inflación y sus expectativas, y con la posibilidad de que esta desaceleración se consolidara hacia adelante. Mantenerla era más coherente con un diagnóstico aún prematuro, con elementos que pudiesen ser transitorios, con que la inflación retornaría gradualmente al 3%, con un mercado laboral estrecho y con un consumo que, aunque se había desacelerado, seguía creciendo a tasas elevadas.

#### **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.