

# Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2013

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°203, celebrada el 17 de octubre 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, don 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 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 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 Secretario Ejecutivo Subrogante del Gabinete de la Presidencia, doña Erika Arraño González; 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 opciones relevantes mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 5,0% o recortarla en 25 puntos base (pb) a 4,75%.

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

La opción de mantener era coherente con la lenta desaceleración que evidenciaba la demanda final en comparación con las proyecciones del Informe de Política Monetaria (IPoM), las estrechas condiciones que se mantenían en el mercado laboral y el repunte de algunos indicadores del consumo privado. Otro factor de cautela era la desacumulación de inventarios que se había observado en meses recientes, la que podría revertirse —al menos parcialmente— más adelante. En estas circunstancias, postergar una decisión respecto de la tasa permitiría verificar si la tendencia de desaceleración de las ventas finales se profundizaba en los próximos meses, como estaba implícito en las proyecciones del último IPoM.

Por su parte, la opción de recortar se justificaba en la progresiva consolidación del escenario proyectado en los IPoM de junio y septiembre pasado. Desde el segundo trimestre de este año, se había ido asentando un escenario internacional más débil, caracterizado por un menor crecimiento mundial, menores términos de intercambio, condiciones financieras externas menos favorables y la maduración del ciclo global de inversiones mineras.

En los IPoM se había señalado que la materialización de este escenario internacional llevaría paulatinamente a un crecimiento más bajo del producto y la demanda interna, una menor intensidad en el uso de los recursos internos, inflación más contenida y, a mediano plazo, un déficit de la cuenta corriente inferior.

Los indicadores recientes mostraban que la actividad económica y las importaciones habían continuado evolucionando a un ritmo moderado, en línea con el escenario delineado en el último IPoM. La demanda final también había reducido su tasa de expansión, aunque lo había hecho con más suavidad de lo esperado, sustentada en la fortaleza que aún mostraba el consumo privado y el mercado laboral.

Las encuestas de confianza a empresas y consumidores habían tenido experimentado vaivenes en meses recientes, pero se mantenían en niveles significativamente menores a los observados en la primera parte del año. Las expectativas de consenso para el crecimiento del PIB en Chile este y el próximo año se habían ido ajustando a la baja en los últimos meses, proyectando tasas coherentes con las previstas en el IPoM y algo inferiores a las estimaciones del crecimiento de tendencia.

En cuanto a la inflación, desde junio en adelante, los indicadores habían evolucionado por debajo de lo proyectado en los IPoM. La inflación total continuaba en la parte inferior del rango de tolerancia, mientras que las medidas de inflación subyacente se mantenían bajo 2%. El IPoM de septiembre anticipaba una normalización gradual de la inflación hacia el 3% en los próximos 24 meses,

pero esta se había aplazado como consecuencia del retroceso en los precios de combustibles y otras materias primas, así como la apreciación del peso.

En suma, a lo largo de los últimos meses, se había consolidado un escenario de menor impulso externo, desaceleración del crecimiento de la economía chilena y presiones inflacionarias acotadas. Este conjunto de antecedentes justificaban la opción de reducir la TPM en 25pb. Esta opción era adecuada para facilitar el ajuste de la economía y mantener la inflación alineada con la meta. Si bien en la coyuntura se observaban algunos elementos divergentes que deberían seguir bajo vigilancia, también se debía tomar en cuenta que la política monetaria influye sobre la economía con rezagos, por lo que era ineludible actuar sobre la base de información incompleta sopesando los costos de equivocarse en una u otra dirección.

La opción de recortar difería de las expectativas del consenso de mercado, pero su impacto sobre los mercados financieros no debería ser significativo, pues las encuestas y precios ya venían anticipando recortes de la TPM en los próximos meses.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Respecto del escenario internacional, todos los Consejeros hicieron referencia a las dificultades que había enfrentado el Gobierno de Estados Unidos para lograr un acuerdo con el Congreso en materia fiscal. Aun cuando finalmente se había alcanzado un acuerdo, este era de carácter temporal, por lo que en los próximos meses se podrían dar episodios de tensión en los mercados por el mismo motivo.

Algunos Consejeros se refirieron a la postergación del inicio del proceso de retiro de los estímulos monetarios extraordinarios en Estados Unidos y cómo ello redundaría en tasas de interés de largo plazo que permanecerían en niveles bajos por un periodo más prolongado. Un Consejero acotó que tampoco se esperaban alzas de las tasas de política monetaria en la Eurozona y Japón en un horizonte relativamente largo. Algunos Consejeros hicieron alusión a que esto había llevado a una leve mejora de las condiciones financieras externas en lo más reciente. Un Consejero comentó que era razonable esperar algún impacto positivo sobre los flujos de capitales hacia economías emergentes.

Un Consejero opinó que el alivio de las tensiones en Siria y eventualmente Irán abría la posibilidad de una baja significativa de los premios por riesgo en el mercado del petróleo, lo que unido a los aumentos de producción se podría traducir en bajas relevantes del precio del combustible.

En cuanto al panorama de crecimiento mundial, varios Consejeros comentaron que no se observaban cambios importantes, continuándose por una senda de lenta recuperación en las economías desarrolladas y consolidándose la tendencia de mayor desaceleración de las economías emergentes. Un Consejero comentó que países más vulnerables en cuanto a sus indicadores macroeconómicos y a su dependencia de financiamiento externo enfrentaban dificultades y era esperable que en algunas de ellas se mantuviera la volatilidad. Un Consejero llamó la atención sobre el recorte de proyecciones de crecimiento para China que había efectuado el Fondo Monetario Internacional. La nueva proyección de mediano plazo, en torno a 7%, reflejaba un diagnóstico de una desaceleración más estructural que puramente cíclica o transitoria.

En el plano local, todos los Consejeros consideraron que las cifras de actividad seguían estando en línea con lo anticipado. En cuanto a la demanda, existía acuerdo en que las señales apuntaban a una desaceleración. Algunos Consejeros indicaron que la evolución de los ingresos del trabajo permitía anticipar que el consumo observaría una trayectoria de desaceleración.

Algunos Consejero llamaron la atención sobre la evolución de los inventarios. De acuerdo con un Consejero, esto podía reflejar que las ventas aún se mantenían más dinámicas que lo anticipado por las mismas empresas hace algunos meses, lo que se percibía como algo transitorio. Sin embargo, finalizó este Consejero, todavía era difícil discriminar entre las distintas explicaciones a este fenómeno, lo que representaba un riesgo hacia adelante.

Un Consejero comentó la evidencia del término del ciclo de inversión minera, como el catastro de proyectos de inversión y la desaceleración de las importaciones de bienes de capital. Como la inversión en la minería es mucho más intensiva que la producción minera en el uso de recursos internos, la maduración de estos proyectos debería incrementar las exportaciones y reducir la inversión, dejando espacio para su sustitución por otros componentes de la demanda.

Varios Consejeros llamaron la atención sobre la mejora de la balanza comercial, lo que podía traducirse en menores riesgos asociados al déficit en cuenta corriente.

Respecto de la inflación, todos los Consejeros comentaron que esta permanecía en niveles bajos y que se percibían señales de un aplazamiento de la convergencia a la meta. De acuerdo con un Consejero, esto también se vería afectado por las bajas inflaciones en las principales economías del mundo y por la reciente apreciación del peso. Continuó este Consejero señalando que tasas de interés locales significativamente más altas que las internacionales, en un ambiente de inflación baja, podían generar presiones apreciatorias adicionales sobre el valor

del peso, no obstante que en un contexto de condiciones económicas menos favorables para las economías emergentes, era deseable un cambio de precios relativos en la dirección opuesta, esto es, de una depreciación.

En cuanto a la decisión de política monetaria, todos los Consejeros consideraron que se debía reducir la TPM en 25pb, dado que se habían ido materializando las tendencias expuestas con anterioridad.

Un Consejero opinó que si bien en el margen muchos indicadores sugerían que la desaceleración de la economía se estaba moderando y existía la posibilidad de que los salarios y el consumo mantuvieran su ritmo, esto parecía menos probable que en Reuniones anteriores. Ello, unido al riesgo de que la inflación se situara bajo la meta por más tiempo que lo anticipado anteriormente, lo inclinaban por rebajar la TPM en 25pb en esta ocasión, pero manteniendo una vigilancia activa sobre los riesgos asociados a los salarios y el consumo.

Un Consejero señaló que se habían consolidado varias de las tendencias anticipadas con anterioridad en cuanto a la actividad, la inflación, y la demanda. La economía se encontraba en un proceso de desaceleración gradual, con una expectativa de crecimiento algo por sobre 4% para los próximos trimestres, con registros de inflación acotados ya por un largo tiempo, y con signos de desaceleración en componentes importantes de la demanda. No se observaban razones poderosas para pensar que estos patrones deberían revertirse en el corto plazo. La TPM estaba en la parte baja de un rango neutral. Prosiguió este Consejero opinando que las actuales condiciones justificaban un cambio acotado y gradual en la TPM, lo que facilitaría un ajuste en la actividad, demanda y precios relativos. Además, esto disminuiría los riesgos de que la inflación se mantuviera en una cifra menor que 3% por un tiempo prolongado. Sin embargo, este Consejero consideró que la opción de mantener la TPM en su nivel actual también era válida, toda vez que la economía chilena no daba cuenta de signos de desaceleración abrupta o de perspectivas inflacionarias significativamente menores hacia adelante. Sin embargo, concluyó, existían suficientes antecedentes para pensar que el proceso de desaceleración estaba bastante consolidado, y que una TPM algo menor facilitaría este ajuste.

En opinión de un Consejero, la opción de mantener se podría sustentar en que el consumo mantenía cierto dinamismo y en el mercado laboral aún ajustado. Estimaba, sin embargo, que los argumentos que favorecían la opción de efectuar un recorte habían ganado fuerza. Entre ellos, la consolidación en niveles menos favorables de las condiciones externas, la permanencia de la TPM en un nivel comparativamente alto en el contexto internacional, la expansión moderada — por debajo de su ritmo de tendencia— de la actividad interna, y la trayectoria

bastante baja de la inflación. Continuó este Consejero indicando que, si bien era cierto que el mercado no esperaba un ajuste para esta Reunión, ello no limitaba ni restringía la decisión, pues, por lo demás, el mercado esperaba que ello ocurriera próximamente. Por lo tanto, un recorte de 25pb podía ser absorbido perfectamente por el mercado, a la vez que ejercer liderazgo también conllevaba beneficios. Reconociendo que existía algún riesgo, este le parecía bastante acotado y, por lo demás, existía también el riesgo de reaccionar con rezago.

Un Consejero consideró que la TPM estaba en un nivel dentro de un rango neutral, pero esta era muy alta en comparación con la de otras economías y se preveía que las TPM de las desarrolladas seguirían bajas en un horizonte relativamente largo, lo que mantenía el dilema presente en la decisión de política monetaria ya durante varios meses. Si se unía esto a las menores expectativas inflacionarias de corto plazo y a la desaceleración prevista de la demanda interna (afectada por el ciclo minero y que se estaría verificando con la información parcial del tercer trimestre), se estaban generando holguras internas especialmente hacia adelante, que permitían alinearse de mejor manera hacia las tasas de política monetaria internacionales, lo cual implicaba reducir. Dados los antecedentes, los costos de tomar la decisión equivocada no serían de importancia relevante. Sin embargo, los movimientos futuros dependerían de la evidencia que se acumulara.

En opinión de un Consejero, mantener la TPM era coherente con el dinamismo de la demanda final, en particular del consumo y con el todavía estrecho mercado laboral. Bajar la tasa era coherente con un contexto externo complejo, con las bajas presiones inflacionarias y las contenidas expectativas en esta materia. También con una desaceleración de la actividad y la demanda, y sus proyecciones hacia futuro. A juicio de este Consejero, la decisión no era fácil, pues, como todas, conllevaba riesgos. Sin embargo, había llegado el momento de proceder a una política monetaria algo más expansiva, sesgo que, por lo demás, ya se había comunicado en las últimas Reuniones. Las tendencias iban en la dirección esperada, la inflación era baja y no se apreciaban cambios relevantes de tendencia. Asimismo, las tasas de interés de Chile eran particularmente elevadas en el contexto internacional.

#### 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, reducir la tasa de interés de política monetaria en 25pb, ubicándola en 4,75% anual.