

# Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2013

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°204, celebrada el 19 de noviembre 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 Mercados Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente Asesor de Comunicaciones don Luis Álvarez Vallejos; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; 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>.

<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 4,75% o recortarla en 25 puntos base (pb) a 4,50%.

La opción de mantener la TPM podía justificarse ante la evidencia de una desaceleración gradual de la actividad y la demanda, y condiciones en el mercado laboral que aún eran estrechas. La acumulación de mayor información permitiría verificar si las tendencias recientes de desaceleración de las ventas finales se consolidaban y profundizaban en los meses venideros.

Por su parte, la opción de recortar la TPM se justificaba ante la consolidación del escenario anticipado en los Informes de Política Monetaria (IPoM) de junio y de septiembre, que implicaba un menor impulso externo para la economía chilena, una desaceleración de su crecimiento y una postergación de la convergencia de la inflación hacia la meta.

Desde el segundo trimestre se había ido asentando un escenario internacional menos expansivo para Chile. Si bien las proyecciones del IPoM avizoraban una modesta recuperación del crecimiento mundial el próximo año, otros elementos apuntaban a un menor impulso externo, incluyendo una moderación del crecimiento de las economías emergentes, menores términos de intercambio, la maduración del ciclo global de inversiones en minería y condiciones financieras internacionales menos favorables.

Las cifras recientes mostraban que la economía chilena había continuado evolucionando a un ritmo moderado, en línea con el escenario delineado en el último IPoM. La desaceleración se había ido extendiendo paulatinamente a todos los componentes de la demanda interna, partiendo por la inversión, los inventarios y más recientemente el consumo privado. El ajuste del gasto interno había sido suave, acorde con las estrechas condiciones que prevalecían en el mercado laboral, la alta intensidad de uso de la capacidad instalada y la estabilidad de los indicadores de endeudamiento durante la fase de expansión de la economía. Las encuestas de confianza a empresas y consumidores se mantenían en el área de optimismo, aunque en un menor nivel al observado en la primera mitad del año.

Las presiones inflacionarias habían continuado evolucionando en forma moderada en los últimos meses. Las proyecciones del IPoM y las expectativas de mercado anticipaban su normalización hacia el 3% dentro del horizonte de proyección, pero la ocurrencia de esta convergencia se había ido aplazando

conforme la economía absorbía los efectos de menores precios internacionales de combustibles y otras materias primas, así como una menor inflación internacional. La reciente depreciación del peso contribuiría a compensar parcialmente estos efectos.

Finalmente, cabía señalar que tras el recorte de la TPM en la Reunión pasada, las tasas de interés de mercado habían mostrado una reducción a lo largo de toda la curva, contribuyendo a generar condiciones financieras algo más expansivas, al mismo tiempo que el peso se había depreciado en términos nominales y reales.

### 3. Decisión de política monetaria

---

En el escenario internacional, todos los Consejeros coincidieron en que este se apreciaba más tranquilo luego de las turbulencias causadas por las dificultades para alcanzar un acuerdo fiscal en EE.UU. Al mismo tiempo, concordaron en que se habían ido asentado perspectivas de un crecimiento lento, pero algo mejor, para las desarrolladas y uno algo menor para las emergentes. Un Consejero destacó los lineamientos dados a conocer por la autoridades chinas, apuntando que si bien no se conocían muchos detalles, ellos iban en búsqueda de reforzar el rol de los mercados en la transición hacia un crecimiento más basado en el consumo que la inversión.

Todos los Consejeros coincidieron en destacar las bajas presiones inflacionarias que se observaban a nivel mundial. Un Consejero agregó que el bajo nivel de la inflación en las economías desarrolladas había incentivado aún más el debate sobre el grado de expansividad de la política monetaria. Así, mientras en la Eurozona se preveía que el Banco Central Europeo seguiría expandiendo la política monetaria, en Estados Unidos, la baja inflación y la persistente alta tasa de desempleo habían profundizado el debate sobre el retiro de los estímulos monetarios. Por ello, añadió, no se avizoraba un pronto cambio en las perspectivas de tasas bajas por un tiempo prologando y era claro que la política monetaria permanecería altamente expansiva por un período muy largo. De todos modos, concluyó, las tasas en Estados Unidos habían aumentado de manera relevante y, aunque el financiamiento externo para algunos países, en particular para Chile, continuaba siendo favorable, estas condiciones podrían estar sujetas a cambios relevantes en los próximos trimestres.

Un Consejero resaltó que era necesario distinguir dos etapas en el retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos. La primera era el retiro de la política monetaria no convencional de compras de títulos por parte de la Reserva Federal. La siguiente etapa, una vez terminada la primera, era volver a la política

monetaria convencional a través de la tasa de interés de política monetaria. Las expectativas de mercado apuntaban a que esta tasa se mantendría en el nivel mínimo durante un período prolongado, por lo menos hasta el 2015.

En el frente interno, todos los Consejeros coincidieron en que las noticias acumuladas eran concordantes con el escenario previsto. En particular, confirmaban una desaceleración gradual de la actividad y de la demanda interna, que ahora se reflejaba en todos los componentes de la demanda final. Al mismo tiempo, la inflación permanecía baja y las proyecciones de mercado apuntaban a que permanecería bajo 3% durante la mayor parte del horizonte de proyección.

Varios Consejeros llamaron la atención sobre la diferencia entre la evolución del crecimiento de los sectores ligados a recursos naturales y el resto. Destacaron que resultaba positivo que la actividad vinculada al sector de recursos naturales creciera más rápido que la del resto de los sectores, toda vez que estos últimos evolucionaban con particular moderación y eran los más relevantes para efectos de la política monetaria. Varios Consejeros resaltaron el comportamiento de la cuenta corriente, cuyo déficit había disminuido, lo que iba en la dirección correcta y deseada.

Todos los Consejeros llamaron la atención sobre la evolución del mercado laboral, que pese a la desaceleración de la actividad y la demanda, seguía dando señales de estrechez. Un Consejero resaltó que este era un elemento sobre el que se debería mantener alguna preocupación, ya que podía ser fuente de presiones inflacionarias hacia adelante. Un Consejero, agregó que, en todo caso, información cualitativa mostraba que en el margen se estarían produciendo algunas holguras en este mercado. Algunos Consejeros también mencionaron la dinámica de los inventarios, en particular por la importante desacumulación que habían mostrado. Un Consejero indicó que, pese a su menor nivel, se mantenía la visión de que los inventarios no estaban bajo lo deseado, punto importante a monitorear. Un Consejero agregó que las cifras parecían mostrar que una fracción relevante de esta reducción eran bienes no exportables. Por ello, se trataría, en principio, de una reducción no deseada y, normalmente, ello anticipaba reacceleraciones del gasto interno y de la demanda hacia futuro, lo que sugería permanecer alertas sobre este asunto.

Todos los Consejeros mencionaron la depreciación del peso en el último mes. Un Consejero apuntó que, en la medida que este patrón se mantuviera, esta depreciación, tanto respecto del dólar como en términos multilaterales, debería facilitar la convergencia de la inflación a 3% a mediano plazo. Un Consejero destacó que la depreciación del peso era un movimiento que, si bien era complicado de explicar, no podía desconocerse que iba en la dirección deseada.

Todos los Consejeros coincidieron en que las opciones planteadas por la División Estudios eran plausibles, y en particular la de reducir la TPM en 25pb. Un Consejero señaló que con esa decisión la TPM se ubicaba más claramente en una zona expansiva, lo que permitía atenuar los riesgos de un ajuste excesivo de la demanda final. Agregó que, con todo, estimaba que era necesario dar una señal de estabilidad en la TPM hasta que se percibieran elementos que apuntaran a una desviación sistemática de la economía de su trayectoria de crecimiento de mediano plazo y que afectarían el cumplimiento del objetivo de inflación.

Un Consejero indicó que la baja de la TPM en la Reunión previa había sido coherente con la comunicación que se había entregado desde mediados de año, en cuanto a que la consolidación de una desaceleración suave podría justificar un ajuste acotado de la TPM, pues facilitaría el ajuste de la economía durante este proceso. Este escenario, prosiguió, se había dado en lo grueso, por lo que se justificaba hacer un ajuste adicional en la TPM. Ello, añadió, era coherente con el mensaje global entregado y no significaba llevar la política monetaria a un terreno abiertamente expansivo.

Un Consejero indicó que la decisión más plausible era reducir la TPM en 25pb. La opción de postergar el ajuste se podía sustentar en que el consumo se había desacelerando con bastante lentitud y en que el mercado laboral permanecía estrecho. Sin embargo, agregó, las tendencias observadas justificaban plenamente un recorte adicional y no había muchas razones para posponerlo. Además, una nueva baja permitiría consolidar el proceso de ajuste que se estaba observando y que se reflejaba en un cambio en la composición del crecimiento en favor de aquellos sectores que tienen incidencia positiva sobre las cuentas externas. Finalmente, señaló, un recorte ubicaría la política monetaria en una posición relativamente confortable para evaluar con atención el curso de los acontecimientos, teniendo en cuenta que la TPM se ubicaba en un nivel que no se apartaba mucho de lo que se consideraba como normal.

Un Consejero indicó que hace un mes no era evidente la opción de volver a reducir la TPM en esta Reunión, pero los datos conocidos en las últimas semanas, en especial las Cuentas Nacionales, habían dado espacio para una baja en esta oportunidad.

Un Consejero indicó que mantener la TPM era más congruente con una actividad y demanda final que en el tercer trimestre habían crecido cerca del potencial de la economía, con una tasa de desempleo que seguía en niveles muy bajos para la historia reciente, y con la incertidumbre natural sobre la consolidación del proceso de desaceleración. Bajarla era más coherente con la desaceleración de la demanda, con que la actividad distinta de los sectores de recursos naturales

crecía un punto menos que el potencial por ya tres trimestres seguidos, con el contexto externo que seguía complejo, con que el déficit de la cuenta corriente se había moderado y con una inflación que se había mantenido particularmente baja, que se esperaba subiera hacia la meta lenta y gradualmente, y, además, con expectativas inflacionarias que se mantenían en dicha meta. Agregó que en esta ocasión la opción de bajar la TPM se imponía claramente. Este recorte, como el anterior, se inscribían en un contexto de inflación baja y una desaceleración moderada de la economía.

#### 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 4,50% anual.