

# Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2012

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°191, celebrada el 18 de octubre de 2012.**

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 Subrogante, 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 Subrogante, don Matías Bernier Bórquez; 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 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; el Economista don Víctor Riquelme Peñaloza; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

### 1. Antecedentes

#### 1.1 Presentación de los 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>

#### 1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

En el plano internacional, se comentó la mejora de la situación europea debido a los anuncios de sus autoridades y se constató que no se habían materializado otros eventos que podrían haber elevado las tensiones financieras de manera significativa. En todo caso, se planteó que a esta región aún le queda un largo camino por recorrer para resolver sus temas fundamentales, por lo que seguía siendo probable que las tensiones volvieran a intensificarse. Por otro lado, si la situación en Europa no se deterioraba adicionalmente, los riesgos para las economías emergentes seguirían siendo elevados, por las implicancias en materia de flujos de capitales, paridades y cuenta corriente.

En cuanto al escenario interno, se discutió acerca de la evolución de los salarios reales y su efecto en el comportamiento del consumo. Además, se mencionó la posibilidad de que la menor disponibilidad de mano de obra que se está observando sea más duradera. Se comentó la volatilidad que se preveía para las cifras de actividad en los meses inmediatos, ante los cuatro días hábiles menos que tuvo septiembre en comparación con igual mes del año pasado y los tres días adicionales que tendrá octubre.

### 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 del ámbito externo no configuraban un cambio relevante del escenario respecto de lo revisado en la última RPM y las proyecciones del Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre. Las perspectivas para el crecimiento mundial eran similares a las contempladas un mes atrás. Se estimaba que la economía mundial continuaría creciendo a un ritmo acotado y comenzaría una lenta recuperación durante el próximo año. Los riesgos del escenario externo continuaban presentes y la confianza internacional se mantenía frágil.

Sin dejar de reconocer los avances logrados en la Eurozona, los arreglos políticos e institucionales para lograr una solución sostenible de los problemas de deuda soberana en esa región aún requerían un largo proceso de negociación e implementación. En el caso de Estados Unidos, se observaba cierta mejora en las cifras económicas, pero seguía latente el riesgo de un ajuste fiscal severo a comienzos del próximo año. La desaceleración del crecimiento de la economía china, tema de preocupación en semanas recientes, mostraba señales de

atenuación en el margen, y sus efectos sobre los mercados de materias primas habían sido acotados.

En el plano local, los últimos antecedentes de actividad e inflación tampoco conllevaban un cambio relevante respecto de lo delineado en el último IPoM. Las perspectivas para los próximos meses seguían contemplando una desaceleración de la actividad y la demanda, como consecuencia de los efectos rezagados de la mayor incertidumbre externa y el menor crecimiento de nuestros socios comerciales. No obstante, algunos antecedentes preliminares sugerían que la demanda final podría ser algo más dinámica, tanto por el empuje de las compras de bienes durables como de la inversión en maquinaria y equipos. Este patrón tendría como consecuencia una ampliación del déficit en cuenta corriente medido a precios de tendencia, aunque el déficit efectivo podría ser menor que lo contemplado en dicho IPoM debido a la evolución reciente del precio del cobre. Por otra parte, se esperaba que la inflación se ubicara en la parte baja del rango de tolerancia como consecuencia de los ajustes de algunos precios puntuales, el impacto de la apreciación cambiaria reciente y una menor incidencia de los combustibles.

Dado lo anterior, la mantención de la TPM en su nivel actual era plenamente coherente con el estímulo monetario necesario para lograr una evolución de la actividad alineada con su potencial, tal como se señaló en el último IPoM.

La opción de recortar la tasa de política monetaria, al igual que en ocasiones anteriores, se podría justificar como una medida preventiva para estimular la demanda ante el riesgo de una desaceleración más marcada del crecimiento económico y la inflación. Este podría ser el caso de materializarse algunos de los escenarios de riesgo externo contemplados en el IPoM de septiembre. Sin embargo, las probabilidades de estos escenarios externos negativos no se habían incrementado en el último mes. Asimismo, los antecedentes recientes mostraban que la demanda interna e indicadores relacionados se mantenían dinámicos, mientras que las condiciones financieras locales continuaban benignas, lo que de por sí no anticipaba, entonces, un freno más intenso de la demanda interna en los próximos meses.

Por lo anterior, la opción de recortar la tasa de política, al igual que en la Reunión anterior, no resultaba la más adecuada.

La opción de aumentar la tasa de política también se descartaba en esta oportunidad. Esta opción se podría justificar como respuesta a la dinámica reciente del gasto interno, que había mantenido tasas de crecimiento elevadas a pesar del deteriorado escenario externo. Este dinamismo de la demanda

podría llevar a estrechar las condiciones en los mercados internos generando condiciones más propicias para observar mayores presiones inflacionarias, que requerirían de una acción más decidida de la política monetaria. No obstante, los últimos antecedentes sugerían que sí se había producido cierta desaceleración de la actividad, tanto por la demanda externa débil como por una dinámica de acumulación de inventarios más atenuada, y que su crecimiento, así como el del empleo, se habían alineado con tasas de tendencia. Asimismo, los indicadores de inflación y las expectativas privadas de inflación también se mantenían en valores coherentes con el cumplimiento de la meta para esta variable.

Finalmente, con respecto a la opción de mantener la TPM, se justificaba en que su nivel actual se mantenía dentro de un rango de valores neutrales, lo que daba tiempo y flexibilidad para esperar y acumular información respecto de la evolución de la situación externa y su impacto en la economía chilena. Esta opción correspondía a la expectativa mayoritaria en el mercado, por lo tanto no debería tener mayores efectos sobre la curva de tasas.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros resaltaron la mayor tranquilidad en los mercados financieros internacionales y coincidieron en que las noticias provenientes de la Eurozona eran positivas. Ello, pues apuntaban a la definición de una hoja de ruta para solucionar los problemas de esa región, que se sumaba al hecho que algunos eventos que podrían haber tenido consecuencias graves no se habían materializado. En todo caso, resaltaron que los esfuerzos por construir una unión bancaria y fiscal serían lentos, por lo que los eventos recientes contribuían a reducir los riesgos de corto plazo, aun cuando la situación seguía siendo compleja. Sería clave lo que finalmente sucedería con España y su posible solicitud de un paquete de rescate.

Varios Consejeros resaltaron que la desaceleración del crecimiento de algunas economías emergentes parecía haberse detenido, especialmente en el caso de China.

Un Consejero manifestó que, a su juicio, lo más probable era que en Estados Unidos se diera un ajuste fiscal brusco, sin acuerdo político para suavizarlo. De este modo, sin ser determinante para una eventual crisis, ese país estaba expuesto a un vaivén cíclico relevante hacia el futuro. Prosiguió este Consejero señalando que la política monetaria que estaba adoptando dicha economía era equivalente a una política cambiaria depreciatoria del dólar estadounidense, puesto que políticas monetarias de esta laxitud generan efectos de ajuste sobre las monedas, los precios relativos y, por lo tanto, también sobre las cantidades

en el resto del mundo. Las consecuencias sobre las diversas monedas era un elemento a observar hacia adelante.

Respecto de la evolución de la economía chilena, todos los Consejeros resaltaron el dinamismo de la demanda interna y, en particular, del consumo. En este sentido, varios Consejeros llamaron la atención sobre la evolución de los salarios y expresaron que esta debía seguir monitoreándose cuidadosamente. De acuerdo con un Consejero, esta había estado algo por sobre lo que podría ser la suma de la productividad de tendencia y la inflación meta del Banco Central ya por varios meses consecutivos. Varios Consejeros comentaron la desaceleración del crecimiento del crédito, lo que aparecía como oportuno y prudente.

Un Consejero planteó que las variables que podrían anticipar la trayectoria futura de la demanda entregaban señales mixtas. Por un lado, por agregados de crédito que mostraban una moderación en su evolución y porque se observaba un crecimiento acotado del empleo total. Por otro lado, la masa salarial mantenía un dinamismo importante, las expectativas de familias y empresas estaban en niveles optimistas y los bancos reportaban una demanda por crédito en alza.

Algunos Consejeros manifestaron que de persistir la aceleración de la demanda interna, el déficit de la cuenta corriente a precios de tendencia podría ser superior a lo esperado, aunque en el saldo efectivo esto podría ser compensado por el mayor precio del cobre. Un Consejero manifestó que en escenarios así tan abiertos, era conveniente tener alguna forma de moderación del gasto agregado durante lo que resta de este año y del próximo.

En cuanto a la inflación, todos los Consejeros señalaron que se encuentra dentro del rango de tolerancia, aunque en su parte baja. Los riesgos de mediano plazo seguían siendo relevantes, aunque en el corto plazo era probable que se mantuviera en la parte baja de dicho rango. Un Consejero resaltó la variabilidad que habían mostrado las cifras de inflación en los últimos meses. Un Consejero planteó que no se observaba una incoherencia entre los distintos componentes de la inflación y el ciclo económico medido desde distintas dimensiones, aunque sí se daba cuenta de una presión de precios internos que estaba siendo compensada con menores costos importados.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros opinaron que la opción más conveniente era mantener la TPM.

Un Consejero indicó que con los antecedentes disponibles, la opción que predominaba ampliamente era la de mantener. Como la TPM se ubicaba en una posición que se debía considerar como neutral y los riesgos identificados —unos

provenientes del exterior y los otros del interior— se compensaban en cuanto a sus potenciales implicancias para la política monetaria, el rango de opciones razonables se veía bastante reducido en el corto plazo.

Un Consejero señaló que, en su opinión, seguía habiendo dos escenarios, ninguno fácil. Por un lado, un ajuste desordenado de los desequilibrios en la Eurozona generaría y presentaría desafíos evidentes, analizados anteriormente. Por otro lado, un aterrizaje más suave, de crecimiento lento en las economías desarrolladas, sería un equilibrio en que las tasas de interés de esos países serían muy bajas durante un período muy prolongado. Este escenario también pone desafíos para economías como la chilena, que está más bien en su frontera de producción, pues podría producir flujos de capital excesivos, especulación financiera y apreciación cambiaria.

Un Consejero opinó que la tensión entre un mundo débil y una economía local vigorosa daban cuenta de que las perspectivas hacia adelante se mantenían abiertas. Prosiguió este Consejero señalando que si bien por ahora los escenarios catastróficos tenían menor probabilidad de ocurrencia, ello no eliminaba el efecto negativo que el bajo dinamismo de la economía mundial tendría sobre Chile. Pero, a su vez, la fortaleza de la economía chilena la convertía en atractiva para los inversionistas, lo que también planteaba la posibilidad de que la demanda y la actividad se mantuvieran vigorosas por un tiempo mayor, con implicancias igualmente importantes de monitorear.

Un Consejero manifestó que la economía había mantenido por ya varios meses una situación similar a la actual. Por una parte, con un escenario externo amenazante, con algunos períodos en que dicha amenaza parecía más latente y otros en que su intensidad disminuía. No podía descartarse que en el futuro cercano eventos políticos o económicos volvieran a cambiar la percepción sobre la economía externa hacia una de mayor riesgo. Por otra parte, con una economía nacional que si bien se había desacelerado, lo había hecho con menos intensidad que lo esperado. Ninguna de estas dos fuerzas había tomado preeminencia en los últimos meses como para introducir cambios en la política monetaria o incluso sesgos en ella. Subir o bajar la TPM tenía desventajas importantes con respecto a la opción de mantener.

#### 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.