

Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2010

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°155 celebrada el 15 de junio de 2010.

Asisten el Presidente don José De Gregorio Rebeco, el Vicepresidente don Manuel Marfán Lewis y los Consejeros don Enrique Marshall Rivera, don Sebastián Claro Edwards y don Rodrigo Vergara Montes.

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 Nacur Gazali; el Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva; 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 Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente de Investigación Económica, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Luis Opazo Roco; el Gerente de Investigación Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander; 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 Erika Arraño González y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

Los antecedentes presentados corresponden a los incluidos en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio. La presentación preparada por la Gerencia de División Estudios, basada en información públicamente disponible, puede ser consultada en la página web del Banco^{1/}.

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

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió respecto de las razones detrás del movimiento que mostraban los *Credit Default Swap (CDS)* del sector bancario de Estados Unidos y cómo ello se relacionaba con la situación bancaria en Europa. Se señaló que si bien estos *spreads* subían, su aumento era de una magnitud menor que la observada en Europa. Se agregó que la banca en Estados Unidos, en general, tenía menor clasificación de riesgo que en Europa y, por ese solo hecho, su riesgo era mayor sin estar necesariamente expuesta directamente a la situación europea. Asimismo, se indicó que los indicadores agregados de CDS podían no estar dando cuenta de la dispersión entre las instituciones, por lo que podría haber algunas de Europa aumentando mucho más que las de Estados Unidos.

Respecto de la situación de Europa se indicó que daba la impresión de que las turbulencias al momento de la reunión eran más moderadas que en las semanas previas y la visión, en general, era menos dramática. No obstante, se señaló que no se podía descartar que la calma actual fuera parecida a la que se vio en los mercados después del episodio de *Bear Stearns*. Sin embargo, se acotó que en ese entonces las autoridades monetarias no contaban con todo el instrumental de política monetaria no convencional que ahora les permitiría proveer liquidez a través de diversas medidas de ser necesaria.

2. Opciones

Para esta reunión, el Consejo consideró como opciones más plausibles aumentar la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 o en 50 puntos base (pb). La principal consideración detrás de estas opciones era la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de junio, además de aspectos tácticos y comunicacionales.

La trayectoria de política monetaria contemplada en el IPoM de junio era similar a la contenida en el IPoM de marzo. En esta confluían tres aspectos centrales. Por un lado, que el escenario mundial, aunque afectado por las turbulencias financieras, seguía siendo positivo para Chile. Esto, en términos de crecimiento global, condiciones financieras y precios de las materias primas. Por otro lado, que el dinamismo de la actividad y la demanda estarían presentando un abultamiento relevante a mediados de este año, el que tendería a normalizarse hacia el 2011. Finalmente, en la coyuntura se observaban tendencias acotadas para las presiones inflacionarias. Todos estos aspectos permitían considerar que la política monetaria tendría un proceso de normalización gradual que la llevaría hacia niveles más neutrales entre fines del 2011 y principios del 2012. Indudablemente, eventos

futuros que alteraran estas consideraciones tendrían efectos en la conducción de la política monetaria, principalmente en el ritmo y la velocidad de normalización de la TPM hacia un nivel más neutral.

Escoger la velocidad a la cual se iniciaría el proceso de normalización no era evidente, puesto que requería balancear diversas consideraciones. Por un lado, existía el *tradeoff* de iniciar este proceso de manera gradual, pero con el riesgo de que fuera necesario acelerarlo en el futuro si el entorno inflacionario se tornaba más desafiante, *versus* un inicio más agresivo. Este último, con el riesgo de que se debiera moderar su ritmo si el entorno así lo requería, por ejemplo si se daban perspectivas de crecimiento más debilitadas que sugirieran menores presiones inflacionarias.

Este tipo de consideraciones planteaba evaluar el costo de reversiones de política. Este riesgo existía, pero principalmente en lo relativo a la velocidad y gradualidad del ritmo de normalización en el corto plazo y no a su materialización. En este sentido, por un lado, no era obvio si el costo de reversiones de política era mayor o menor en caso de iniciarse el proceso de alzas con un aumento de 25 o de 50pb, y, por otro lado, tampoco era obvio que la información que se obtuviera en los próximos meses fuera más útil en una u otra dirección. Además, se podía tomar en cuenta que, frente a escenarios financieros complejos que tensionen los mercados monetarios, como a fines del 2008, el principal instrumento no eran las acciones de política monetaria, sino medidas que enfrentaran directamente la iliquidez y la turbulencia en los mercados. Por lo demás, seguía siendo evidente que la política monetaria era altamente expansiva y el logro de la meta de inflación requería comenzar a reducir su expansividad en el corto plazo.

A diferencia del mes pasado, las expectativas privadas respecto de esta reunión y las próximas consideraban de forma prácticamente unánime que se produciría un incremento de la TPM. Estos aumentos fluctuaban entre 25 y 50 puntos base por lo que una u otra decisión no sería muy sorpresiva.

3. Decisión de política monetaria

En el ámbito externo, todos los Consejeros destacaron que, aunque la incertidumbre en Europa se mantenía, los indicadores más recientes sugerían algún grado de estabilización. Ello, después de los recientes anuncios de planes de ajuste fiscal y de medidas de apoyo de liquidez. Varios Consejeros indicaron que no eran descartables escenarios de mayores tensiones que pudieran tener repercusiones importantes sobre la economía global. Ello, agregaron, atenuaría de manera importante el crecimiento mundial y estrecharía las condiciones financieras, lo

que podría tener un efecto relevante, especialmente si los problemas de Europa contagiaban a los países emergentes. Un Consejero señaló que, en todo caso, la situación estaba lejos de acercarse a los niveles de turbulencia que se observaron en la peor parte de la crisis del 2008 y 2009.

Algunos Consejeros señalaron que las dudas sobre la solvencia fiscal de algunos países no se habían despejado del todo, al mismo tiempo que persistían las dudas respecto de la situación del sistema financiero de estos países. En particular, existía incertidumbre acerca de la solvencia con que podrían hacer frente a un deterioro adicional de la economía. Un Consejero indicó que esta situación explicaba el significativo aumento en las tasas de interés de los activos riesgosos y la caída en el valor del euro observada en los últimos meses. En su opinión, esto podría estar reflejando el problema fundamental de algunos países de Europa, que era el sobreendeudamiento efectivo. Agregó que, en todo caso, esto de alguna manera se mantenía circunscrito a las economías del sur de Europa, y también era posible que en parte obedeciera a una sobreacción del mercado. Agregó que, de ser correcta su opinión, podría darse un ajuste importante de gasto fiscal y algún menor dinamismo de la actividad en el mediano plazo. A su parecer, el problema era que la viabilidad de los mecanismos tradicionales para solucionar esta situación, ya fueran ajustes fiscales significativos y/o devaluaciones cambiarias, estaban en seria duda o eran mecanismos que hasta el momento habían estado bloqueados. Ello, añadió, incrementaba la incertidumbre sobre el desenlace de la situación de estas economías europeas.

Varios Consejeros destacaron que los efectos de las turbulencias financieras sobre la actividad mundial aún no estaban plenamente reconocidos por los analistas, pero que el escenario base del IPOM de junio incorporaba un ajuste hacia abajo en el crecimiento global. Un Consejero señaló que este último hecho hacía que los riesgos provenientes de la economía internacional ya estuvieran afectando la decisión de política monetaria. Un Consejero acotó que aunque concordaba con que los efectos de la crisis se traducirían en menor crecimiento mundial, la posibilidad de un problema financiero mayor era la principal fuente de incertidumbre. Un Consejero agregó que persistían problemas estructurales que seguirán generando volatilidad en los mercados financieros por algún tiempo, sin embargo, por el momento, los efectos para las economías emergentes parecían acotados, pero no se podían descartar completamente escenarios más adversos.

En lo interno, todos los Consejeros coincidieron en que la demanda interna seguía presentando un crecimiento vigoroso, impulsada por la formación bruta de capital fijo, pero también con un consumo muy dinámico. Varios Consejeros destacaron que los efectos del terremoto en la actividad fueron superiores a lo esperado en el muy corto plazo, pero que se habían revertido con fuerza. Un

Consejero agregó que el gasto privado parecía reflejar una recuperación de los niveles de consumo que fueron afectados por la recesión del 2009. Agregó que era esperable una moderación en esta tendencia en los próximos trimestres, lo que se debía evaluar con cuidado. Un Consejero indicó que las proyecciones sugerían un crecimiento de la demanda y la actividad relativamente vigoroso en los próximos trimestres. No obstante, indicó que existía alguna incertidumbre sobre la velocidad del crecimiento en el mediano plazo. En ese sentido, agregó, factores claves a monitorear eran la crisis europea en curso y el vigor que exhibiera la demanda interna. Un Consejero agregó que la economía se encontraba transitando por una sólida senda de recuperación, la que no solo sería vigorosa durante el segundo semestre del 2010, sino que debería continuar en el 2011.

Algunos Consejeros indicaron que las noticias de inflación no habían deparado grandes sorpresas, con lo que la inflación, con vaivenes, estaba en un proceso de convergencia a la meta. Algunos Consejeros resaltaron que los registros de inflación subyacente habían sido menores que lo previsto, pero que se esperaba que siguieran subiendo a lo largo del año, lo que estaba en línea con las proyecciones de agentes privados. Un Consejero mencionó que aunque la inflación anual se mantenía debajo del rango meta, los registros mensuales eran coherentes con una inflación que se ubicaría dentro de este rango.

En cuanto a la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que los antecedentes acumulados en el último mes y los presentados en el Informe de Política Monetaria de junio daban cuenta de que el logro de la meta de inflación requería de comenzar el retiro del significativo estímulo monetario.

Un Consejero destacó que, en rigor, el proceso de normalización de la política monetaria ya había empezado con el retiro paulatino de la FLAP, que ahora debía ser seguido por la normalización de la TPM. En su opinión, la actual TPM era fuertemente expansiva, claramente más baja de todo lo que podía considerarse razonable en tiempos normales. Aunque era posible argumentar que todavía no se llegaba a dicha normalidad de las condiciones financieras, ciertamente se estaba más cerca de ella que hace unos meses. De ahí que lo razonable y lo prudente era comenzar el proceso de normalización de la TPM. Consideraba que, dados los antecedentes disponibles, todo indicaba un proceso de aumento gradual y sin premuras. Agregó que el nivel extraordinariamente bajo de la TPM tampoco daba demasiado tiempo para llegar a niveles al menos similares a la inflación esperada en un tiempo razonable. Por ello, estimaba que un incremento de 50pb era lo adecuado. Agregó que, al ser algo superior a lo que espera la media del mercado, era también una señal clara que el Banco sería intolerante frente a eventuales presiones inflacionarias.

Un Consejero señaló que el inicio del proceso de normalización de la política monetaria no minimizaba en absoluto los riesgos del escenario externo. No obstante, añadió que este comienzo se justificaba por la necesidad de graduar la excesiva expansión monetaria actual. En este sentido, prosiguió, no parecía prudente esperar un desenlace de la incertidumbre externa con un estímulo monetario excesivamente alto, en un contexto donde la toma de riesgos había tenido un aumento significativo, la demanda por liquidez también había ido disminuyendo, y la demanda interna y la actividad local mostraban una recuperación importante. Un aumento de 50pb, concluyó, permitía adelantarse a un escenario donde la inflación aumentara y la política monetaria se quedara sustancialmente atrás.

Un Consejero indicó que considerando que la TPM se ubicaba en un nivel extremadamente bajo, surgía con claridad la necesidad de normalizar su nivel, de acuerdo a lo anticipado. Las condiciones que se enfrentaron en su momento justificaron plenamente la decisión de bajar drásticamente la TPM, como efectivamente ocurrió, pero que esas condiciones habían cambiado y, por lo tanto, se debía cambiar la política monetaria. Agregó que las tensiones en los mercados financieros externos, si bien debían ser monitoreadas, no justificaban postergar la decisión. En su opinión, el riesgo de no actuar en esta oportunidad era bastante alto. Sobre las opciones de subir 25 ó 50pb, señaló que no eran sustancialmente distintas, pero que daban cuenta de algunas diferencias o matices en cuanto a la evaluación de los riesgos. Subir 25pb, junto con denotar una mayor preocupación por los desarrollos externos, sugería un curso de normalización más cauteloso, que reducía el riesgo de modificaciones o reversiones posteriores, pero que aumentaba el riesgo de quedarse atrás. Subir 50pb, en cambio, denotaba una mayor preocupación por llevar la política monetaria a una posición más equilibrada, considerando las señales que estaba entregando la economía interna. Con ello se reduciría el riesgo de que la política monetaria debiera contemplar ajustes posteriores rápidos y significativos con los costos que estos acarrearían.

Un Consejero destacó que postergar el alza de la TPM significaría aumentos mayores en el futuro, incluso sin que pudiera descartarse alcanzar una instancia monetaria francamente contractiva en el futuro.

Un Consejero indicó que era evidente que la decisión de esta reunión debía ser dar inicio al proceso de normalización de la política monetaria. A este respecto, añadió, había que destacar ciertos aspectos. Primero, la tasa estaba en un mínimo y si bien seguiría siendo ultra expansiva, no habían razones para mantenerla tan baja. En segundo lugar, lo que pasaba en Grecia no tenía mayores implicancias para la decisión, puesto que aun en escenarios muy negativos una TPM de 1 ó 2% seguía siendo muy expansiva. Muy distinto sería si se estuviera con la TPM cercana de

su nivel neutral. Creía además que, de haber tensiones financieras, su resolución pasaba por otros instrumentos y no por el nivel de la TPM. En tercer lugar, iniciar pronto y con 50pb el proceso de normalización de política monetaria daba mayor flexibilidad para realizar pausas o graduar el ajuste de acuerdo con las noticias que se recibieran. Por último, creía que era importante liderar el proceso de alzas para evitar el riesgo de quedarse atrás. Esto era particularmente relevante cuando el proceso de retorno de la inflación a la meta era causado fundamentalmente por el dinamismo de la economía local y no por *shocks* externos que habían provocado cambios en el curso de la política monetaria en episodios anteriores.

Sobre el curso futuro de la política monetaria, un Consejero indicó que, en su opinión, el proceso de normalización continuaría en los próximos trimestres, a un ritmo que dependería de cómo se consolidara la recuperación de la actividad interna, de la evolución de los problemas financieros en Europa y de su impacto sobre la inflación local. Añadió que no se podía descartar que la normalización de la política monetaria tuviera que continuar a un ritmo alto, en la medida que se consolidara la recuperación y las tendencias inflacionarias. Además, indicó, que no obstante lo anterior, la política monetaria deberá considerar con especial cuidado los acontecimientos externos que, en su opinión, conllevan grandes riesgos.

Un Consejero señaló que la trayectoria de crecimiento interno contemplada en el IPoM de junio conllevaba un cierre de brechas que se daría al inicio del próximo año. De aquí hasta entonces, prosiguió, la normalización de la política monetaria debería tener un ritmo algo más acelerado que el contemplado tanto en la encuesta de expectativas económicas como en los precios financieros. En su opinión, concluyó, una normalización más cóncava, es decir, más acelerada al comienzo y más lenta después, daba más garantía de convergencia simultánea de la inflación y de la actividad a sus niveles de equilibrio de largo plazo.

4. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor De Gregorio, del Vicepresidente señor Marfán y de los Consejeros señores Marshall, Claro y Vergara, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,0% anual.