

Reunión de Política Monetaria

MAYO 2010

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°154, celebrada el 13 de mayo 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 Asesor de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Luis Opazo Roco; el Gerente de Investigación Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Rodrigo Cerda Norambuena; la Economista Senior doña Erika Arraño González; la Economista doña Mariana García Schmidt; 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^{1/}.

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

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

En el plano internacional, se trataron los desarrollos recientes de la crisis de algunos países europeos. Se indicó que aun cuando se había observado un mayor apetito por activos menos riesgosos, este había diferenciado entre activos y economías. Esto había sido notorio en la evolución de los *spreads* soberanos y en las tasas de interés de largo plazo. Se advirtió que se debía tener en cuenta que algunas economías, además de enfrentar problemas de sostenibilidad fiscal, atravesaban problemas de debilidad de sus sistemas financieros. Por ello, se señaló que no era tan claro que las reducciones de la probabilidad de *default* de ciertas economías fueran suficientes para descartar la posibilidad de una crisis financiera. Se agregó que el reciente paquete anunciado por la Comunidad Europea se podía entender como uno de rescate bancario y que los problemas de insolvencia fiscal se abordarían más bien con anuncios adicionales de ajuste del presupuesto fiscal, en pos de solucionar los abultados déficits. En el ámbito interno, se discutió acerca de las repercusiones de estos desarrollos externos. Se destacó que sus efectos habían sido muy acotados en los precios de los activos financieros locales, lo mismo que en las perspectivas de riesgo tanto de Chile como de otras economías emergentes. Se indicó también que la situación actual daba cuenta de un riesgo latente, pero que no se traducía en un cambio del escenario internacional que enfrentaba Chile. De hecho, se mencionó que tanto los datos de actividad como las proyecciones daban cuenta de que seguía produciéndose una recuperación de la economía mundial.

Por otro lado, se analizó la evolución de la demanda y la persistencia de su dinamismo en los trimestres siguientes, puesto que probablemente una parte de este estaba asociado a las consecuencias del terremoto, especialmente la formación bruta de capital y la reposición de inventarios.

2. Opciones

Para esta reunión, las principales consideraciones eran la estrategia de política monetaria contenida en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) de marzo, los eventuales efectos en esta última de los antecedentes coyunturales, y consideraciones tácticas y comunicacionales. Ellos llevaban a que las opciones más plausibles fueran mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en su nivel mínimo o incrementarla en 25 puntos base, hasta 0,75%.

La estrategia de política monetaria contenida en el IPoM sugería con más fuerza que en el mes anterior la posibilidad de incrementar la TPM en esta ocasión, pero ello dependía también de la evaluación que se hiciera sobre la validez del escenario del IPoM de marzo en la actual coyuntura.

Aunque la actividad había sido más débil, no era obvio que ello implicara mayores holguras de capacidad o que dicha debilidad fuera muy persistente, sobre todo considerando el significativo dinamismo de la demanda interna. Se debía considerar también que la dificultad de evaluar los efectos inmediatos del terremoto y maremoto seguían siendo un factor relevante a la hora de determinar la velocidad con que el nivel de actividad se recuperaría. El escenario internacional seguía incierto, pero en términos del ritmo de la recuperación cíclica del mundo y no sobre la materialización de esta recuperación.

En caso que se considerara que los desarrollos coyunturales sí afectaban la trayectoria de política monetaria, ello debería incidir principalmente en su ritmo de normalización en los trimestres venideros y, en menor medida, en el momento del inicio de este proceso. Este último seguía dependiendo más del *trade off* de un inicio más pronto pero con alzas graduales, *versus* un inicio algo más tardío con alzas más intensas. Continuaba siendo evidente que la política monetaria era altamente expansiva y que el logro de la meta de inflación requería comenzar a reducir su expansividad en el corto plazo.

Más en general, los desarrollos internos y externos en los próximos trimestres, principalmente la marcha de la economía mundial y las características y la temporalidad del esfuerzo de reconstrucción público/privado, incidirían en la velocidad de la normalización que tomara la política monetaria. Pero, dado que la TPM se ubicaba en su nivel mínimo en un contexto macroeconómico que era de recuperación, era muy improbable que escenarios de riesgo pudieran motivar mantener la TPM en 0,5% por varios meses más. En ese sentido, los flujos de información permitirían calibrar mejor la magnitud del aumento de la TPM requerido en función de la meta, pero esto no implicaba que esperar aportara relativamente más información sobre el momento óptimo para comenzar la normalización.

A diferencia del mes anterior, las expectativas privadas respecto de esta reunión eran más equilibradas. En ese sentido, una decisión de mantener o subir la TPM en esta ocasión no debería provocar sorpresas mayores.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que las noticias del último mes estaban marcadas por los problemas de Grecia y sus implicancias para Europa y otras regiones del mundo, concordando en que sus repercusiones en Chile eran limitadas. Un Consejero indicó que las dudas sobre la solvencia fiscal de muchos países, incluyendo algunos que no parecen tener una deuda demasiado elevada, aunque sí presentaban déficits muy altos, se mantenían. Tal era así que había fuertes presiones para producir

ajustes fiscales, en una situación de bajo crecimiento y con perspectivas que estaban empeorando. Un Consejero complementó que la situación en los mercados financieros internacionales había afectado al sistema bancario europeo y, en menor medida, al norteamericano, aumentando sus costos de financiamiento —tanto de largo como de corto plazo—. Ello, añadió, provocó una caída en el apetito por riesgo, lo que se tradujo en el aumento sustancial del valor del dólar en el mundo y una reacción inaudita de las autoridades europeas. Señaló este Consejero que, a su juicio, las consecuencias de esta situación eran variadas. Desde una perspectiva de mediano plazo, podría alterar las proyecciones de crecimiento de Europa, lo que todavía no se observaba con claridad en las proyecciones de consenso, pero era esperable que así fuera. Indicó, además, que era posible que se diera una reestructuración de la deuda en muchos de estos países, y que no era claro en qué medida estas pérdidas estaban incorporadas en los balances de los acreedores. Era posible también que los problemas se mantuvieran acotados en Europa, más allá de las implicancias sobre el crecimiento mundial, lo que podría provocar un *re-pricing* del riesgo, favoreciendo activos en países en desarrollo con buenas perspectivas y en buenas condiciones, como Chile. Esto podría afectar la trayectoria de las tasas de interés hacia el mediano plazo. Finalizó este Consejero indicando que, en el corto plazo, la mayor inquietud se concentraba en el impacto que la situación en los mercados financieros europeos podría generar sobre la banca, el costo y disponibilidad del crédito externo y el apetito por riesgo y liquidez en el corto plazo. Varios Consejeros coincidieron en que luego del paquete de ayuda, coordinado por las principales economías del mundo y el FMI, que también incluyó la participación de los bancos centrales, la situación se había calmado, pero seguía siendo frágil.

Para un Consejero, los desarrollos externos pusieron de manifiesto los problemas estructurales que persisten y que se ciernen como factores de riesgo para el escenario global. Con todo, creía que la recuperación de la actividad real a nivel global se mostraba hasta ese momento bastante firme, sin perjuicio de las diferencias entre regiones y países. Lo más probable era que la recuperación real siguiera acompañada de cierto grado de volatilidad financiera. La incertidumbre en varios aspectos era todavía elevada. Los ajustes fiscales requeridos serían mayores que los procesados con anterioridad, lo que podría afectar las perspectivas de crecimiento en el mediano plazo, especialmente en el mundo desarrollado. A ello se agregaba que varias economías, principalmente emergentes, ya habían iniciado la normalización de la política monetaria o lo harían próximamente, mientras los países más avanzados permanecían con tasas en niveles extremadamente bajos y era probable que estos postergaran el retiro del estímulo monetario como resultado de los últimos acontecimientos. Un Consejero señaló que, desde su perspectiva, había que aclarar que a pesar de la mayor normalidad en el entorno financiero global, un escenario de agravamiento financiero adicional tenía una probabilidad de ocurrencia no despreciable.

Algunos Consejeros señalaron que, a nivel local, los efectos acotados de los desarrollos externos se reflejaban en la reacción del tipo de cambio y de la bolsa. Un Consejero agregó que el riesgo soberano subió levemente y que todo lo anterior daba cuenta de la percepción de fortaleza que los mercados tenían sobre la economía nacional. A su juicio, si bien estos desarrollos habían despertado alguna preocupación, la atención interna había seguido muy concentrada en los efectos y alcances del terremoto sobre la actividad y la inflación. Un Consejero indicó que no existía mucha evidencia de un aumento en la demanda por liquidez de la banca, más allá de lo que podría interpretarse como el resultado esperado de la eliminación de la FLAP. En su opinión, llamaban la atención que el uso de repos había aumentado sustancialmente y el incremento en el *spread prime-swap* a un año, pero no proveían evidencia contundente de efectos mayores en los mercados monetarios nacionales.

En el plano interno, todos los Consejeros destacaron que tanto la inflación como la actividad eran inferiores a lo estimado en el escenario base del IPoM de marzo. En términos de inflación, varios Consejeros resaltaron que la trayectoria prevista para la inflación no difería de manera significativa de lo previsto con anterioridad a la catástrofe, y se encaminaba a cifras en torno a la meta en los próximos meses. Todos los Consejeros coincidieron también en resaltar la vigorosa evolución de la demanda interna, que estaba por sobre lo previsto, lo que se reflejaría en el aumento de las importaciones. Un Consejero destacó que los indicadores de demanda hacían prever que esta seguiría muy dinámica en los siguientes trimestres. Un Consejero acotó que los indicadores de ventas habían exhibido un fuerte dinamismo, producto, en parte, de bases de comparación muy bajas en el 2009, pero también con una dinámica propia. Por ello, continuó, cabía esperar un repunte importante de la actividad en la segunda parte del año y en el 2011. A su juicio, a pesar de todas estas noticias, el grueso del análisis indicaba que el escenario del IPoM seguía siendo válido en cuanto a tendencias, aunque probablemente algo retrasadas respecto de dicho Informe. Un Consejero señaló que era difícil distinguir en qué medida la menor actividad reflejaba condiciones acotadas de demanda o restricciones de oferta. Los menores registros de inflación respecto de los esperados podrían sugerir que el efecto sobre la demanda había sido importante, pero los datos de comercio e importaciones reflejaban un importante dinamismo de la demanda interna. En su opinión, las proyecciones de crecimiento e inflación para el año era probable que debieran corregirse a la baja, aunque la magnitud de esta corrección era todavía incierta y no debiera afectar en su esencia la evolución esperada de la política monetaria.

Algunos Consejeros recordaron que, tal como se había señalado en el último IPoM, las cifras de inflación y actividad debían analizarse con cautela, pues estaban muy influenciadas por los efectos de corto plazo del terremoto. Agregaron que se sabía que era difícil anticipar con precisión la evolución de la actividad en los meses inmediatamente siguientes a la catástrofe y que, en el corto plazo, los sesgos estaban más bien inclinados

a la baja. Eso era lo que se observaba de los muy bajos registros de la actividad industrial y en la caída por el lado de la oferta de la capacidad de producción, lo cual cerraba las brechas. Lo que sí parecía ser una tendencia relativamente robusta era que la economía tendría un positivo dinamismo a partir del segundo semestre, producto de los esfuerzos de reconstrucción y una política monetaria altamente expansiva. Este dinamismo debiera asegurar la convergencia de la inflación a su meta, en un escenario donde la política monetaria debería ir normalizándose. La evidencia más sólida al respecto era el dinamismo de la demanda agregada, la que no había podido ser satisfecha con producción local, en parte por lo efectos del terremoto. Un Consejero señaló que el riesgo de que una parte del crecimiento esperado para este año se postergara para el siguiente estaba presente.

Algunos Consejeros señalaron que el sistema financiero local seguía entregando señales de normalización y que pareciera no haberse materializado un riesgo de restrictividad crediticia adicional asociado al terremoto, lo que se deducía de la evolución tanto de las tasas de interés como de los volúmenes de crédito. Un Consejero indicó que, sin embargo, la demanda por crédito continuaba exhibiendo cierta debilidad. Las expectativas para la TPM habían tenido ajustes que sugerían el próximo inicio del proceso de normalización. Sin embargo, la mayoría de los analistas esperaba que ello no ocurriera en esta reunión. Un Consejero agregó que, no obstante, existía una discrepancia entre las expectativas que se extraían de las encuestas —que no preveían un alza de la TPM en esta reunión— y las de los precios de mercado del mercado *swap*, que sí contemplaban un aumento. En su opinión, ello no debería ser una sorpresa, ya que los operadores eran quienes habían internalizado el cambio de la oferta de la FLAP que debía ocurrir el lunes 10 de mayo y que sería el lunes 17. De manera que no era sorprendente que ellos hubiesen visto en eso que se abría un espacio para empezar el proceso de normalización.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en señalar que el inicio del proceso de normalización de la política monetaria estaba cerca. Un Consejero manifestó que, sobre la base de los antecedentes aportados, en particular las turbulencias externas, iniciarlo en esta reunión era una opción inferior a mantener por ahora la actual situación. Otro Consejero advirtió que las consideraciones para esta reunión tenían relación con la velocidad de la normalización, con el peso que se le asignase a la incertidumbre externa, y con las expectativas del mercado. En su opinión, la delicada situación internacional y las cifras internas sugerían que esperar algunas semanas para comenzar con el proceso de alza de tasas podía entregar información muy útil que confirmara la transitoriedad de los impactos del terremoto, que permitieran decantar en algo la incertidumbre proveniente del exterior y avizorar mejor la trayectoria de la inflación futura. La alternativa de comenzar a subir la tasa en esta reunión era válida, pero parecía prudente esperar para calibrar con mayor nitidez la velocidad del ajuste monetario requerido hacia el mediano plazo.

y comunicar ello al mercado. A su juicio, esperar no podía ser un ejercicio eterno, pero mantener la tasa en esta ocasión no cuestionaba la pronta normalización de la política monetaria en el corto plazo. Finalizó indicando que no era posible descartar que, en la medida que la incertidumbre externa amainara y que los datos internos confirmaran la recuperación de la actividad y una mayor tendencia de la inflación, una normalización rápida de la política monetaria pudiera justificarse.

Para un Consejero, lo que correspondía era decidir si la normalización de la política monetaria debía o no comenzar en esta reunión. La distancia en puntos base entre las opciones no le parecía excesiva. Sin embargo, a su juicio, el inicio del proceso de normalización tenía connotaciones e implicancias que debían ser bien ponderadas. Se podía argumentar, por un lado, que existía cierta brecha respecto de la tasa neutral y que, en el escenario más probable, la economía adquiriría velocidad en el curso del próximo año, de manera que resultaba prudente adelantarse a las expectativas del mercado y comenzar el proceso de normalización de inmediato. Por otro lado, se podía sostener que la evolución del escenario interno había generado cierto espacio para postergar el inicio del ciclo de ajuste. A ello se podía agregar que las tensiones en el frente externo se encontraban aún en desarrollo y que sus implicancias eran todavía inciertas. En ese cuadro, no parecía conveniente introducir una sorpresa iniciando el proceso de normalización antes de lo que el mercado esperaba.

Un Consejero concordaba con que la decisión estaba entre mantener la política monetaria en su máxima instancia de expansividad o comenzar a reducirla en esta reunión. En su opinión, la principal preocupación tenía que ver más bien con el panorama de mediano plazo, que, a su vez, dependía de la evolución del ciclo económico. Desde esta perspectiva, la evolución de la demanda interna le parecía preocupante y los riesgos al alza. Primero, porque la demanda interna, descontada la variación de inventarios, parecía estar creciendo más que lo contemplado en el IPoM. La demanda interna, incluida la variación de inventarios, parecía similar a la del IPoM. La contrapartida, sin embargo, eran inventarios efectivos inferiores a los deseados, lo que constituye un indicador líder de aceleración de la demanda futura. En su opinión, también existía cierto riesgo de un mayor impulso fiscal no atribuible a la autoridad, sino a los plazos y contenidos de los proyectos de ley de financiamiento. Un eventual retraso en estos podría generar un período de gasto extraordinario más largo que el período de financiamiento extraordinario. En situaciones equivalentes en el pasado, se había observado un efecto sobre la demanda interna relevante. Frente a ello, creía importante contener a tiempo eventuales riesgos sobre la demanda interna. En todo caso, por razones tácticas creía que no era conveniente subir la TPM en esta reunión. En su opinión, había que considerar, en primer lugar, que aunque una parte del mercado sí creía que se podía aumentar la tasa en esta reunión, esta era una fracción mínima, y que, por

lo tanto, tendría un elemento más bien de sorpresa. En segundo lugar, la primera alza después de un período tan prolongado de mantención no era una decisión cualquiera, porque claramente era iniciar un proceso de normalización.

Para un Consejero, la pregunta central que se debía analizar en esta reunión era cuándo comenzar el proceso de normalización. Era efectivo que no solo se enfrentaba un escenario con algo de menores presiones inflacionarias, sino que además habían aparecido ciertas señales de preocupación en el entorno externo. Las repercusiones de estos eventos sobre la economía local habían sido muy acotadas, de modo que, partiendo de una situación con una política monetaria muy expansiva, no parecían ser argumentos suficientes para pensar que la trayectoria futura de la política monetaria se vería significativamente alterada. Además, de deteriorarse el ambiente financiero global y con repercusiones relevantes a nivel interno, el Banco Central contaba con las herramientas suficientes para abordar tensiones financieras, tal como lo había hecho durante la crisis financiera internacional. Por lo tanto, creía que la pregunta central continuaba siendo si debería comenzar la normalización monetaria en esta reunión o esperar un mes más. La respuesta no era obvia, pero, en su opinión, se tenía una ventana de oportunidad para comenzar en esta ocasión. En primer lugar, no se podía descartar que en los trimestres siguientes se observaran presiones inflacionarias mayores, y, en su opinión, desde el punto de vista de manejo de riesgos, este era el más importante que se tenía que enfrentar. No se estaba frente a *shocks* externos severos y de persistencia incierta como ocurrió durante el período de aceleración inflacionaria del 2007-2008, sino que ahora sería una respuesta a un escenario interno de mayor dinamismo, que era el que efectivamente se estaba esperando se materializara con vigor a partir del segundo semestre. Agregó que sería negativo para la conducción de la política monetaria acelerar el proceso de normalización ante un escenario inflacionario más complejo. Por ello, creía que se tenía la oportunidad de liderar el proceso de alza de tasas antes de que fuera algo evidente y urgente, y que esperar un mes podría llevar a evaluar el subir 50 puntos base el próximo mes. Por supuesto que podía ocurrir lo contrario, que las presiones inflacionarias estuvieran más contenidas, en cuyo caso no se perdería la opción de atenuar el ritmo de ajuste de la tasa de interés. Detener el proceso de normalización a niveles de tasas de 1 o 2% no le quitaba expansividad a la política monetaria. Por lo anterior, no parecía haber muchas diferencias en la evaluación de costos y beneficios entre subir la tasa y mantener para subirla luego.

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, mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,5% anual.