

LA POLÍTICA MONETARIA RECIENTE Y SUS EFECTOS

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
27 de julio de 2009

Señor Presidente, diputado señor Julio Dittborn, por su intermedio agradezco la invitación que me hiciera la Comisión de Hacienda de la Honorable Cámara de Diputados a exponer sobre los efectos de las decisiones de política monetaria que hemos tomado en el curso de este año.

En marzo pasado, en una sesión especial de la Comisión de Economía, Fomento y Desarrollo de esta Corporación, presentamos nuestra visión sobre el traspaso que a esa fecha observábamos en las tasas de interés de mercado de las decisiones de política monetaria. En los meses que han transcurrido desde entonces, el Banco Central ha tomado medidas adicionales, aumentando de manera significativa el estímulo monetario. La posibilidad de reexaminar este tema, ahora ante la Honorable Comisión de Hacienda es, por lo tanto, muy oportuna y bienvenida, pues nos da la oportunidad de presentar un análisis de los efectos de nuestras decisiones más recientes.

Quiero recordar que la política monetaria, en especial en un esquema de metas de inflación y flexibilidad cambiaria como el que está vigente en Chile desde 1999, es un estabilizador importante del ciclo económico. Gracias a los desarrollos institucionales y a los grados de solvencia y liquidez de nuestra economía, la política monetaria ha podido actuar de manera inusualmente agresiva. Ello nos ha permitido enfrentar de manera decidida los efectos negativos de la severa crisis global en la demanda y en la actividad de nuestro país. Permítanme entonces comenzar revisando las medidas de política monetaria que hemos adoptado desde el inicio de la crisis global.

Las medidas de política monetaria para enfrentar la crisis global

Desde el inicio de la crisis global, la política monetaria ha actuado agresivamente para amortiguar sus efectos sobre nuestra economía. Nuestro principal instrumento de política, la Tasa de Política Monetaria (TPM), incide en el costo de los préstamos entre bancos a un día plazo. Dado que el financiamiento que otorgan los bancos a hogares y empresas es a plazos mayores, lo central para determinar la magnitud del impulso monetario es toda la trayectoria futura esperada por el mercado para el nivel de la TPM, más que su nivel actual. Así, aunque la TPM se mantuvo constante en 8,25% en los últimos meses del año pasado, la comunicación del deterioro del entorno externo y sus consecuencias desinflacionarias, junto con la incorporación de un sesgo explícito, hizo que las expectativas para la TPM cayeran en forma significativa entre octubre y diciembre, repercutiendo también en las tasas de mercado.

Este proceso se acentuó de manera importante entre enero y marzo de este año, al reducir el Consejo la TPM en 600 puntos base, bastante más allá de lo esperado por el mercado y los analistas. Entre abril y junio, la TPM tuvo reducciones acumuladas

* Presentación ante la Comisión de Hacienda de la Honorable Cámara de Diputados.

adicionales de 150 puntos base. El Banco Central señaló, en reiteradas ocasiones, incluyendo nuestro Informe de Política Monetaria de mayo, que el estímulo monetario se mantendría por un tiempo prolongado, incluso más allá de lo que se podía inferir de los precios de los activos financieros en esas fechas. Finalmente, en nuestra última Reunión de Política Monetaria, el 9 de julio, el Consejo redujo la TPM a su nivel mínimo, de 0,5%, indicando nuevamente que la TPM se mantendría en niveles estimulativos por un tiempo prolongado. A fin de reforzar esta decisión y alinear los precios de los activos financieros y las tasas del mercado monetario con la trayectoria de política monetaria, se tomaron medidas complementarias de provisión de liquidez y gestión de nuestra deuda.

Luego de este rápido proceso de relajamiento monetario, que no tiene paralelo en ninguna economía emergente ni tampoco en nuestra historia económica, las expectativas sobre el nivel de la TPM han tenido un ajuste muy relevante (gráfico 1). Así, no solo se ha desplazado hacia abajo el tramo más corto de la curva de rendimiento, el que está cercano al nivel actual la TPM y las nuevas medidas de provisión de liquidez, sino que también se ha producido un desplazamiento a plazos más largos. Las expectativas privadas y los precios de los activos financieros muestran que la instancia de política monetaria estimulativa se mantendrá todavía por varios trimestres, o incluso años. Nuestra última decisión de política monetaria se complementó, como mencioné, con medidas adicionales que reforzaron su impacto. De hecho, las tasas de captación tuvieron descensos relevantes a plazos de hasta un año o más, mientras que las tasas de nuestros papeles, a plazos de dos y más años, también se redujeron luego de los anuncios realizados.

Ahora bien, un asunto que ha estado en la discusión, no solo en Chile sino también en el mundo desarrollado y en varias economías emergentes, es justamente el comportamiento de las tasas de interés de más largo plazo. A diferencia de aquellas de muy corto plazo, que se encuentran bastante arbitradas por la instancia misma de política monetaria, las tasas de interés de los bonos públicos de largo plazo se ven más influenciadas, entre otros factores, por el apetito por riesgo, la evolución de las tasas de interés en el mundo y por la incertidumbre general presente en la economía. Esto último, asociado con las expectativas de inflación y crecimiento de largo plazo y las perspectivas de solvencia fiscal, siendo particularmente agudo en aquellas economías que han debido embarcarse en costosos programas de apoyo bancario y financiero, con la consecuente multiplicación de los niveles de endeudamiento público. En algunas economías emergentes, e incluso desarrolladas, este mayor endeudamiento ha llevado a cuestionar la sustentabilidad de sus cuentas fiscales y arreglos monetarios, planteando serias dudas sobre su capacidad de crecimiento en los próximos años.

Aunque felizmente, y por los esfuerzos realizados, la economía chilena no se encuentra en estas últimas situaciones, en la determinación de las tasas de interés de largo plazo sí influyen de manera indiscutible no solo las perspectivas sobre crecimiento e inflación, y por ende de la política monetaria, sino también las decisiones de portafolio de los agentes locales y el apetito por riesgo. Es muy ilustrativo lo observado a principios de este año. En momentos en que la incertidumbre aún arreciaba, y por tanto había una mayor demanda por seguridad y liquidez, las tasas de interés de largo plazo de distintos instrumentos públicos en Chile llegaron a mínimos históricos. A medida que la incertidumbre comenzó a disiparse, esta demanda precautoria también lo hizo, empujando al alza las tasas de largo plazo en pesos y en UF hasta fines de mayo. En los meses más recientes, debido a que se han sucedido momentos de mayores o menores

dudas sobre la fuerza de la recuperación global, las tasas de interés de largo plazo han tendido a fluctuar, ubicándose en todo caso por encima de los niveles de principios de año. Un patrón similar se ha apreciado en las tasas de largo plazo en el mundo (gráfico 2).

No somos indiferentes a la evolución de las tasas de interés de largo plazo. Eso se aprecia en que, para reforzar nuestra última medida de política monetaria, no sólo hemos comenzado a realizar operaciones de provisión de liquidez al nivel de la TPM actual hasta por seis meses, sino que además suspendimos las emisiones de papeles de entre uno y dos años. Por otro lado, tomamos en permanente consideración los planes de emisión de bonos de la Tesorería para definir nuestro propio plan de emisiones.

No obstante, es necesario realizar un análisis cuidadoso del nivel de las tasas de interés de largo plazo, de forma de considerar adecuadamente sus implicancias. Después de todo, tasas de interés de largo plazo muy bajas son sintomáticas de perspectivas deprimidas de crecimiento de largo plazo y una aguda demanda por seguridad. Lo relevante a fin de cuentas es el costo del crédito para los hogares y las empresas, el que no se vincula directamente con la estructura de tasas de interés libres de riesgo, sino que es intermediado por el mercado de capitales y el sistema bancario.

El traspaso de la tasa de política monetaria a las tasas de mercado

Como señalé, las medidas más recientes de política monetaria se traspasaron claramente a las tasas pasivas del sistema bancario, gracias a las medidas complementarias adoptadas por el Consejo en su última reunión (gráfico 3).

En marzo de este año, indicamos que las agresivas reducciones de la TPM implementadas por el Consejo entre enero y febrero habían comenzado también a transmitirse al costo del crédito que enfrentaban hogares y empresas, e indicamos que era razonable esperar que dicho traspaso continuara. Este diagnóstico sigue siendo cierto, en particular con lo que hemos visto desde nuestra última reunión y particularmente para el costo del crédito de consumo y para empresas (gráfico 4). Estimamos que sin la reducción de 425 puntos base en la TPM a partir de marzo, las tasas de colocación de consumo se ubicarían entre 400 y 500 puntos base por encima de sus niveles actuales. Las tasas de los créditos comerciales de corto plazo, de 30 a 89 días, estarían entre 350 y 450 puntos base por sobre lo observado a la fecha. A su vez, las tasas de los créditos hipotecarios de largo plazo estarían entre 25 y 30 puntos base por sobre sus niveles actuales. Consideramos que el abaratamiento del costo de fondeo de las instituciones financieras se continuará transmitiendo al costo del crédito con sus rezagos habituales. Esperamos que la banca colabore activamente en este proceso.

Una total normalización de las condiciones de demanda y de otorgamiento de crédito dependerá de todos modos de que el entorno financiero global se apacigüe y tengamos mayor claridad sobre las perspectivas de crecimiento económico mundial y nacional. Estos factores de riesgo inciden directamente en las primas por riesgo crediticio implícitas en las operaciones de las instituciones bancarias. Podemos ver que la acción de la política monetaria ha más que compensado el aumento de las primas por riesgo, resultando en una significativa caída del costo del crédito, mitigando así los efectos que la crisis global ha tenido sobre nuestra economía.

Un aspecto relevante en el acceso al crédito, que va más allá de su costo, proviene del efecto del entorno de incertidumbre y debilidad económica sobre las condiciones o estándares de aprobación de créditos y la demanda crediticia. En estas dimensiones, hemos observado signos de estabilización en el último tiempo. Desde el punto de vista internacional, los distintos indicadores de incertidumbre y riesgo en los mercados financieros globales han continuado disminuyendo, aunque aún se mantienen relativamente elevados. A nivel local, la evidencia de que disponemos a partir de la Encuesta sobre Créditos Bancarios del segundo trimestre de este año revela que, en promedio, las instituciones bancarias han dejado ya de estrechar sus estándares de otorgamiento y que perciben una incipiente recuperación de la demanda por crédito. Esto último es particularmente notorio en el segmento de créditos hipotecarios, lo que sugiere que los niveles de las tasas de interés de largo plazo de estos créditos no están siendo necesariamente un freno a la demanda por crédito para la vivienda (gráfico 5). Asimismo, a comienzos de año fuimos testigos de un significativo incremento en la emisión de bonos corporativos, que podría interpretarse como la respuesta a condiciones de financiamiento menos favorables en el mercado bancario interno y externo, emisión que ha perdido dinamismo en los últimos meses.

Conclusiones

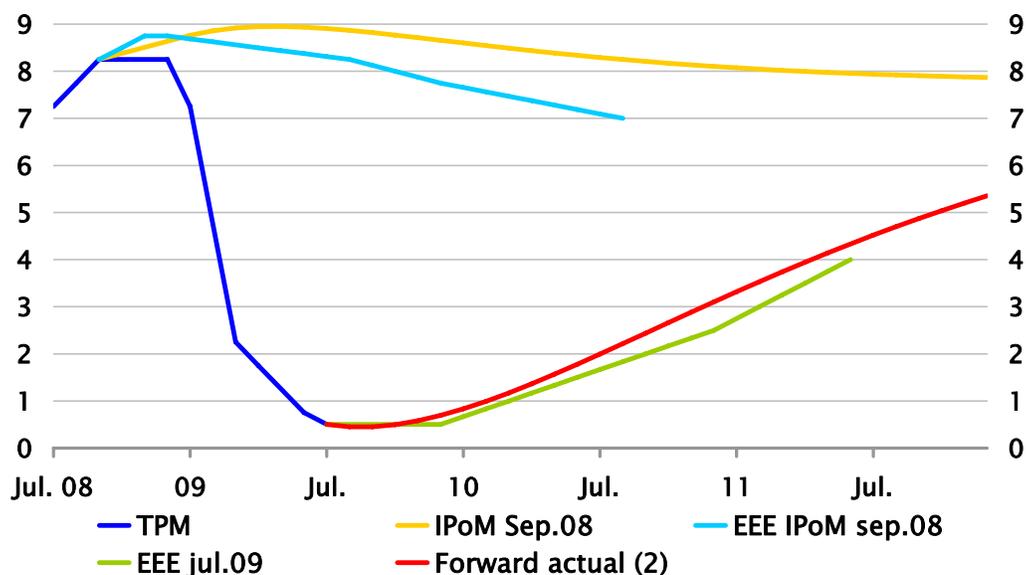
La política monetaria ha actuado con agresividad para amortiguar los efectos de la crisis financiera global. Aunque no es posible compensar totalmente todas las repercusiones que una crisis de esta magnitud tiene en una economía pequeña y abierta al mundo como la chilena, en especial con los rezagos que la política monetaria actúa, sí hemos sido capaces como país de atenuarlas significativamente. El marco de estabilidad macroeconómica se ha preservado, dando incluso espacios significativos para una combinación extraordinariamente estimulativa de políticas macroeconómicas. Por ello, hoy día podemos afirmar sin lugar a dudas, que de no haberse adoptado las políticas estimulativas que se han aplicado durante este año, la situación económica nacional estaría significativamente más debilitada y no podríamos avizorar perspectivas de recuperación este segundo semestre.

Las condiciones están dadas para que la economía chilena experimente una recuperación sana de la actividad y el gasto durante el segundo semestre de este año. Esta recuperación, sin embargo, seguirá condicionada a que el entorno de incertidumbre global, tanto en lo referente a las dimensiones financieras de la crisis como a sus efectos sobre la actividad mundial, se despeje. Hemos visto señales que pueden ser alentadoras, pero todavía sería prematuro asegurar que en el mundo dejaron de darse malas noticias. Es por ello que estimamos que será necesario mantener el estímulo monetario por un período prolongado, de forma de asegurar que la inflación tienda a nuestra meta de 3% y no se establezca de manera indeseada por debajo de ella. La última decisión del Consejo Banco Central, así como sus efectos más recientes, muestran que la política monetaria tiene instrumentos efectivos para continuar con el impulso monetario aún cuando se ha llegado a la TPM mínima.

Deseo reiterar mi agradecimiento a la Comisión de Hacienda de la Honorable Cámara de Diputados y a su Presidente, el señor diputado don Julio Dittborn, por permitirme exponer aquí nuestros planteamientos. La transparencia con que conducimos nuestra política monetaria es central en el entorno global incierto que aún vivimos.

Muchas gracias.

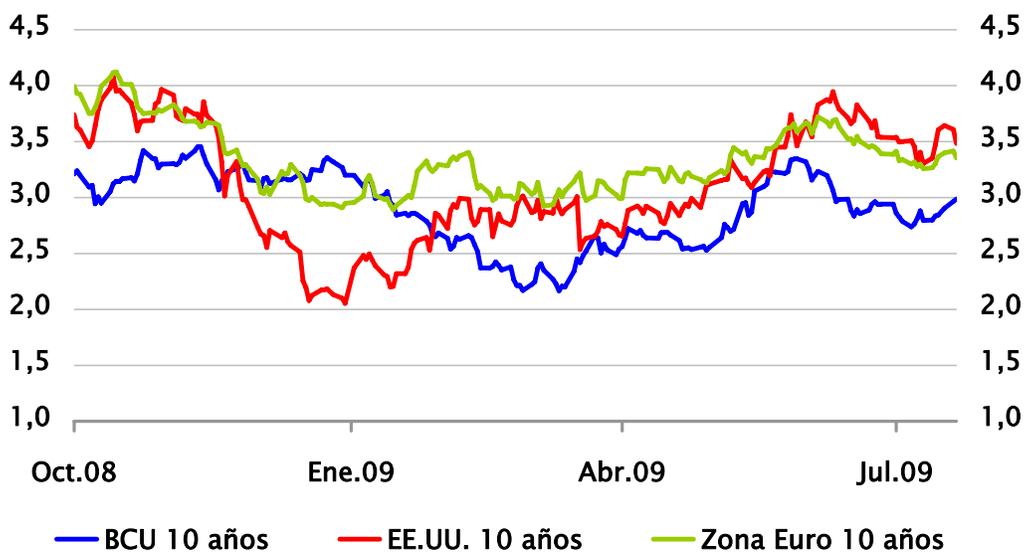
Gráfico 1
Expectativas para la TPM (1)
 (porcentaje)



(1) Para la curva *forward* corresponde a promedios semanales.
 (2) Corresponde a la curva *forward* al 21 de julio 2009.

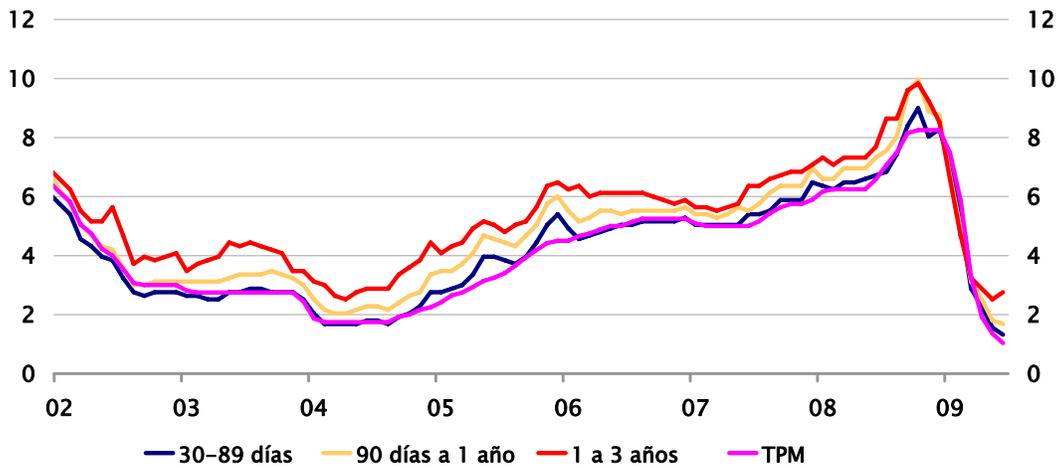
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2
Tasas de interés de largo plazo
 (porcentaje)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gráfico 3
Tasas de captación
(porcentaje)



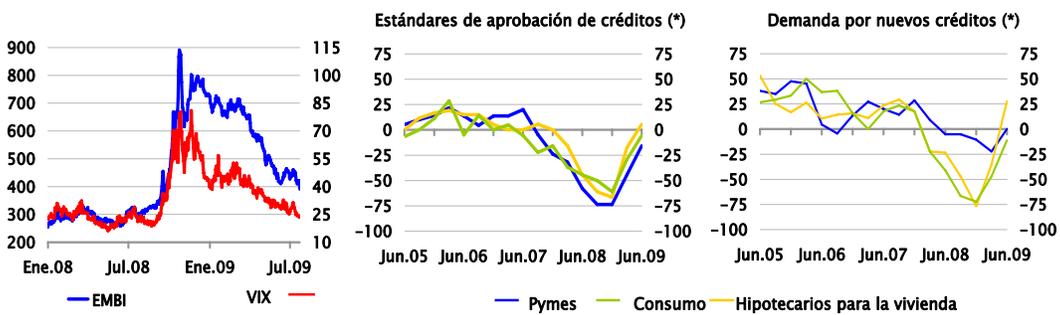
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4
Tasas de colocación
(datos semanales, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 5
Volatilidad y premio por riesgo
(puntos base; porcentaje)



(*) Promedio de respuestas por trimestre. Valores negativos indican condiciones más restrictivas que en el trimestre inmediatamente anterior.

Fuentes: Banco Central de Chile, Encuesta sobre Créditos Bancarios; Bloomberg.