



ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DURANTE ESTA CRISIS

Enrique Marshall R.

Miembro del Consejo
Banco Central de Chile

LA PAZ, BOLIVIA

19 DE JULIO DE 2010



Introducción

- La crisis económica y financiera que hemos enfrentado en estos años, la más aguda desde la Gran Depresión, se ha sentido con intensidad en todas nuestras economías, sin excepción.
- La economía chilena, como la mayoría de las latinoamericanas, contaba con sólidos fundamentos al inicio de la crisis lo que permitió adoptar acciones de política bastante decididas e incluso inéditas.
- Estas acciones han evolucionado a través del tiempo, respondiendo al desarrollo de la crisis y sus implicancias para la economía interna, pero han permanecido en lo fundamental alineadas con el marco de políticas vigentes.



Primeros efectos de la crisis

- Cuando surge la crisis, la política monetaria estaba en un ciclo moderado y gradual de alzas de tasas de interés. En efecto, entre julio del 2007 y mayo del 2008, las TPM había subido en 5 oportunidades, 25 puntos base en cada una de ellas.
- Inicialmente, los efectos de esta crisis se circunscribieron a mercados financieros específicos, con bajo impacto macroeconómico interno. Por ello la política monetaria se conducía principalmente en función de los desarrollos locales.
- A comienzos del 2008, las economías desarrolladas, particularmente EE.UU., habían visto resentido su crecimiento, mientras los precios de las materias primas alcanzaban niveles muy elevados. La economía mundial se encaminaba a un shock inflacionario de una magnitud solo comparable al ocurrido en los años setenta y el dólar se depreciaba contra casi todas las monedas. El peso chileno no era la excepción.



Programa de incremento de las reservas internacionales

- Se configuraba así un escenario externo con múltiples riesgos, la mayor parte de los cuales exhibía un sesgo negativo en cuanto a sus implicancias para el crecimiento y la inflación a nivel interno.
- En ese contexto, para fortalecer la posición de liquidez internacional de la economía chilena, el BC anunció en abril del 2008 un programa de incremento de las reservas internacionales por US\$8 mil millones, el que se implementaría en un plazo de ocho meses.
- El anuncio se hizo en un momento en que se estimaba que el tipo de cambio real se ubicaba por debajo del nivel que prevalecería una vez que las condiciones reales y financieras globales se normalizaran.
- Esta fue la primera intervención cambiaria desde el 2002 y la tercera desde que se adoptó la flotación cambiaria, en 1999.



Programa de incremento de las reservas internacionales

- Este programa, considerado una acción de política excepcional, no comprometía el esquema de meta de inflación ni la flotación cambiaria.
- La decisión de intervenir fue preanunciada con detalles con el objeto de asegurar una completa transparencia.
- Con ello se dejaba en claro que no se perseguía un determinado valor o rango para el tipo de cambio.
- Se indicó, al mismo tiempo, que las compras de dólares se esterilizarían completamente, de acuerdo a un programa que estaba en línea con la política de emisión de deuda del BC.



Programa de incremento de las reservas internacionales

- No se identificaba en ese momento un conflicto entre la política monetaria y la acumulación de reservas, pues se habían reducido las presiones inflacionarias y existía espacio para absorber una depreciación del peso sin amenazar la meta inflacionaria.
- Lo que se buscaba, en último término, era reforzar los pilares de la economía chilena para sobrellevar adecuadamente las turbulencias que se observaban en ese momento y la eventualidad de un deterioro adicional, severo y abrupto del entorno externo, como el que finalmente se produjo a fines de 2008.
- La acumulación de reservas reforzaba las sólidas posiciones que exhibía la economía chilena en materia fiscal, de balanza de pagos y de estabilidad financiera.



Deterioro del panorama inflacionario interno

- A mediados del 2008, el panorama para la inflación mostraba un claro deterioro. Los precios de las materias primas habían subido hasta alcanzar máximos históricos.
- El desarrollo de la crisis financiera internacional había elevado de manera significativa los riesgos e incertidumbre de la economía mundial, así como su impacto sobre la inflación y el crecimiento a nivel global e interno.
- La inflación doméstica superaba el 9% anual, varios puntos porcentuales por sobre la meta.
- Esta alta inflación era de origen externo, pero estaba acentuada por una creciente propagación hacia otros precios, mayor que la observada en otras economías.



Deterioro del panorama inflacionario interno

- En ese contexto, el BC reaccionó con determinación, incrementando la tasa de política monetaria en 200 puntos base entre junio y septiembre.
- Además, en su informe de septiembre estimó que, en el escenario más probable, serían necesarios nuevos aumentos de la TPM para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de dos años.



Intensificación de la crisis global

- En el tercer trimestre del 2008, la crisis internacional se intensificó y el escenario macroeconómico mundial experimentó un serio deterioro.
- Las perspectivas de crecimiento global mostraron una severa corrección a la baja y los precios de las materias primas colapsaron.
- El impacto alcanzó esta vez con severidad a las economías emergentes, prácticamente sin excepciones.
- En Chile, los mercados financieros (monetario, cambiario y bursátil) se tensionaron. Los bancos restringieron las condiciones crediticias, mientras las expectativas de empresarios y consumidores se deterioraron abruptamente.



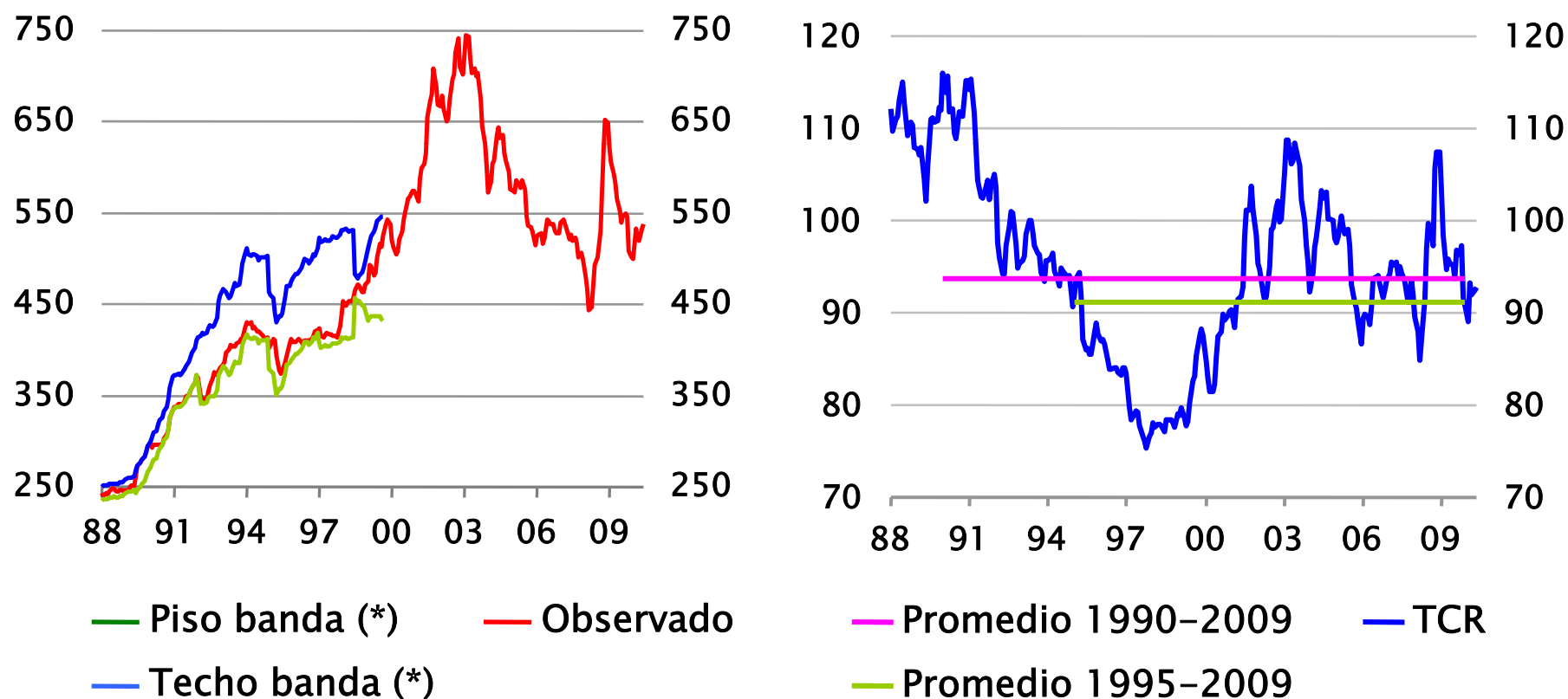
Las tasas de interés en los mercados monetarios (pesos y dólares) subieron significativamente reflejando una estrechez de la liquidez.





El peso chileno, afectado hasta ese momento por fuerzas que tendían a fortalecerlo, se depreció significativamente.

Tipo de cambio nominal y real
(CLP/USD; index, 1986=100)



(*) La banda de flotación cambiaria operó hasta septiembre de 1999.
Fuente: Banco Central de Chile.



Intensificación de la crisis global

- El Banco Central reaccionó frente a este deterioro del escenario macro-financiero con un conjunto de acciones de política.
- A fines de septiembre suspendió el programa de acumulación de reservas iniciado en abril.
- Durante la aplicación del programa, el Banco Central incrementó sus reservas en US\$ 5.750 millones, con lo cual logró completar el 70% de la meta que se había anunciado inicialmente.



Intensificación de la crisis global

- Pero ello no era suficiente para mitigar las tensiones en el mercado de moneda extranjera. Por lo mismo, el BC puso en aplicación un programa de inyección de liquidez en dólares, mediante operaciones compra *swap* de divisas. El plazo inicial para estas operaciones fue de 28 días, pero luego se extendió hasta 180 días. Ello implicó ofrecer recursos por un monto de alrededor de US\$ 5.000 millones, pero la demanda efectiva resultó bastante menor.
- Para mitigar el impacto sobre la liquidez en pesos, abrió una ventanilla para operaciones repos 28 días, con una tasa igual a la tasa de política monetaria (tasa flotante). Al mismo tiempo, la lista de instrumentos elegibles para estas operaciones fue ampliada, incluyendo los certificados de depósitos bancarios, de alta presencia en el mercado monetario.



Intensificación de la crisis global

- Estas dos facilidades, que permanecieron abiertas hasta junio pasado, contribuyeron a normalizar el funcionamiento de los mercados monetarios con relativa rapidez.
- Pero el nuevo escenario macroeconómico exigía también un cambio en la orientación de la política monetaria.
- Las alzas de tasa que se habían anticipado para el cuarto trimestre del año fueron canceladas y se preparó el terreno para iniciar a la brevedad un proceso de relajación monetaria.
- La reacción de política fue bastante rápida y drástica. En efecto, la tasa de política monetaria se redujo en 600 puntos base en el transcurso del primer trimestre de 2009, pasando desde 8,25% a comienzos de año a 2,25% en marzo.



Intensificación de la crisis global

- Por su parte, el Gobierno anunció e implementó un paquete de estímulo fiscal por más de US\$ 4.000 millones ese mismo año.
- Así, tanto la políticas monetaria como la política fiscal inyectaban estímulos para compensar, por lo menos en parte, la sustancial caída de la demanda.
- En estas circunstancias, la coordinación de acciones por parte de las autoridades resultaba clave para el logro de los efectos perseguidos.

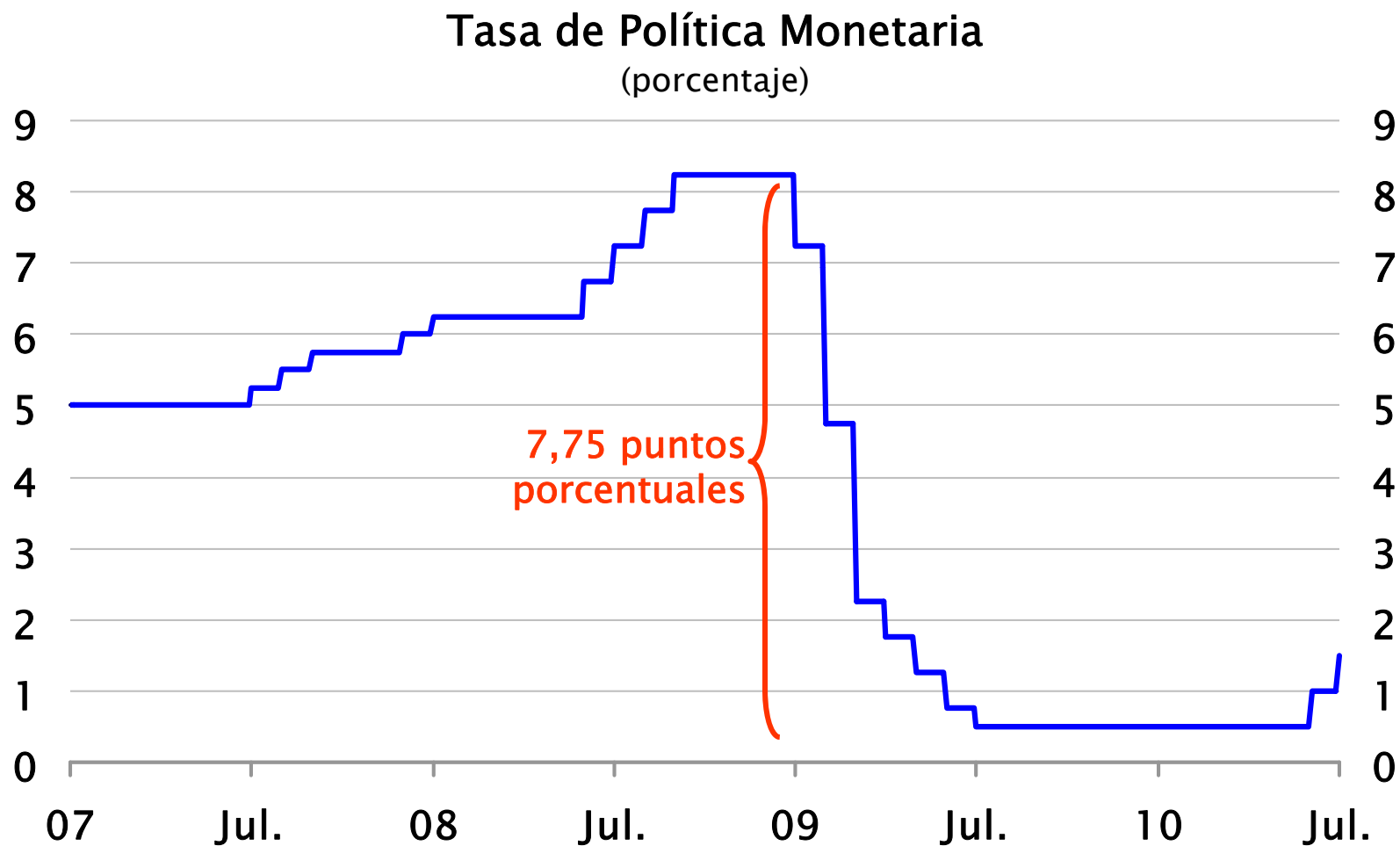


Intensificación de la crisis global

- Enfrentado a la evidencia de una drástica contracción de la demanda agregada, una reducción significativa de las presiones inflacionarias y un aumento de riesgos para el escenario global, el BC estimó conveniente continuar inyectando estímulo monetario.
- Por tanto la tasa de política siguió bajando hasta alcanzar un nivel mínimo de 0,5% en julio de 2009. En ese momento, el BC anunció que ésta permanecería en dicho nivel por tiempo prolongado.



Rápida y significativa reducción de la Tasa de Política Monetaria



Fuente: Banco Central de Chile.



Medidas complementarias

- Con el objeto de reforzar la política monetaria y, particularmente, la señal de que la tasa permanecería en su nivel mínimo por tiempo prolongado, el BC adoptó varias medidas complementarias.
- Estableció una facilidad de liquidez a plazo (FLAP), que contemplaba operaciones a 90 y 180 días con una tasa de interés fija igual a la tasa de política (0,5%).
- Con ello, la política de financiamiento hacía suya la señal de que la tasa de política permanecería en ese nivel por varios trimestres.
- Para facilitar el acceso de los bancos a esta facilidad y lograr un mayor impacto sobre el mercado monetario, la lista de instrumentos elegibles como colaterales incluyó también a los certificados de depósitos a plazo.



Medidas complementarias

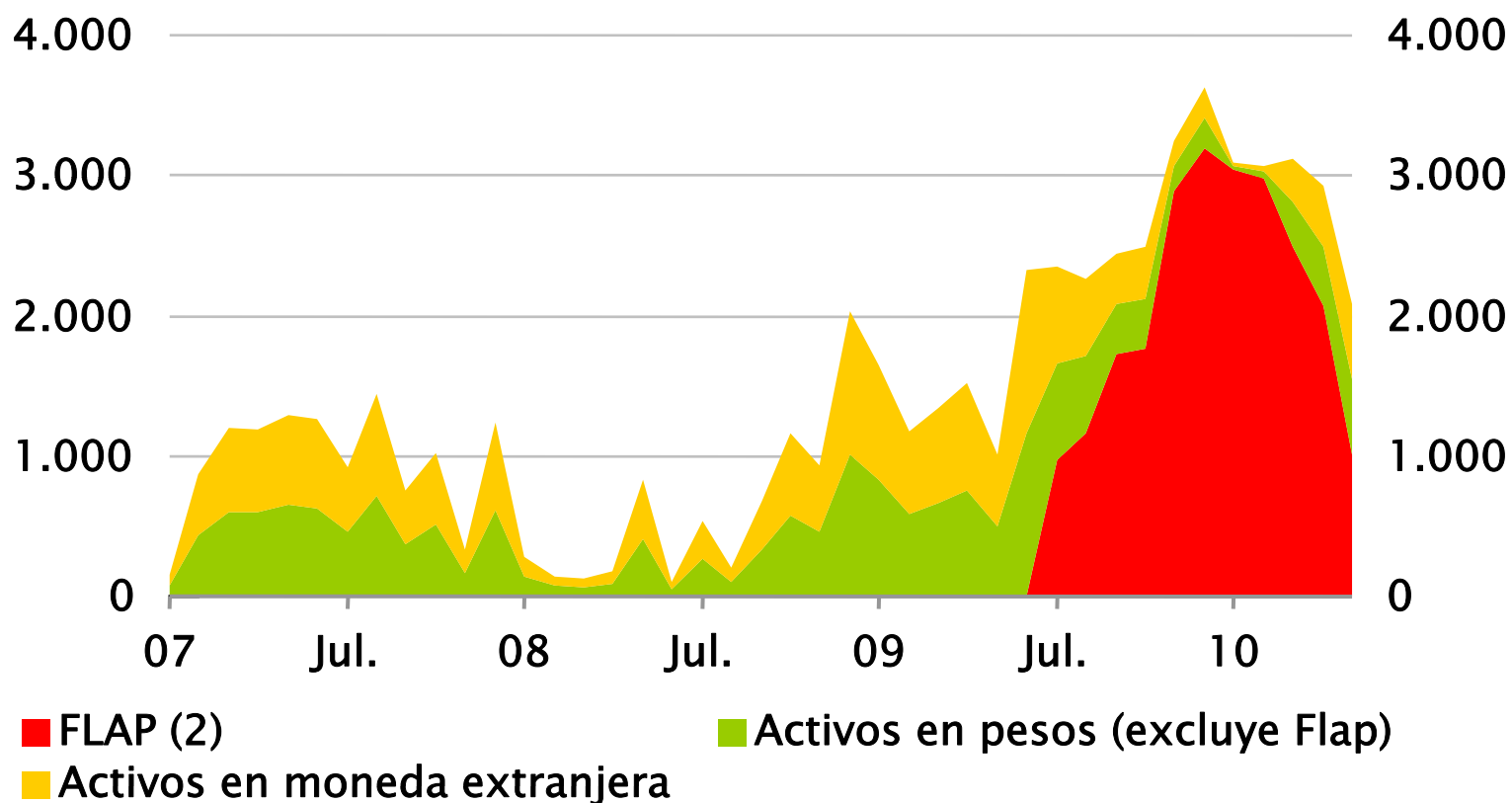
- Para guardar coherencia con lo anterior, el BC ajustó el plan de emisiones de pagarés a plazos menores a un año.
- Por la misma razón, suspendió, por todo lo que restaba del 2009, la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año.



El uso de la FLAP resultó bastante intenso durante todo el período de su vigencia.

Activos líquidos registrados en el Balance del Banco Central con contrapartes bancarias nacionales (1)

(miles de millones de pesos)



(1) Activos totales excluyendo reservas internacionales, deuda subordinada y otros activos.

(2) Punto indica monto al 29 de marzo de 2010.

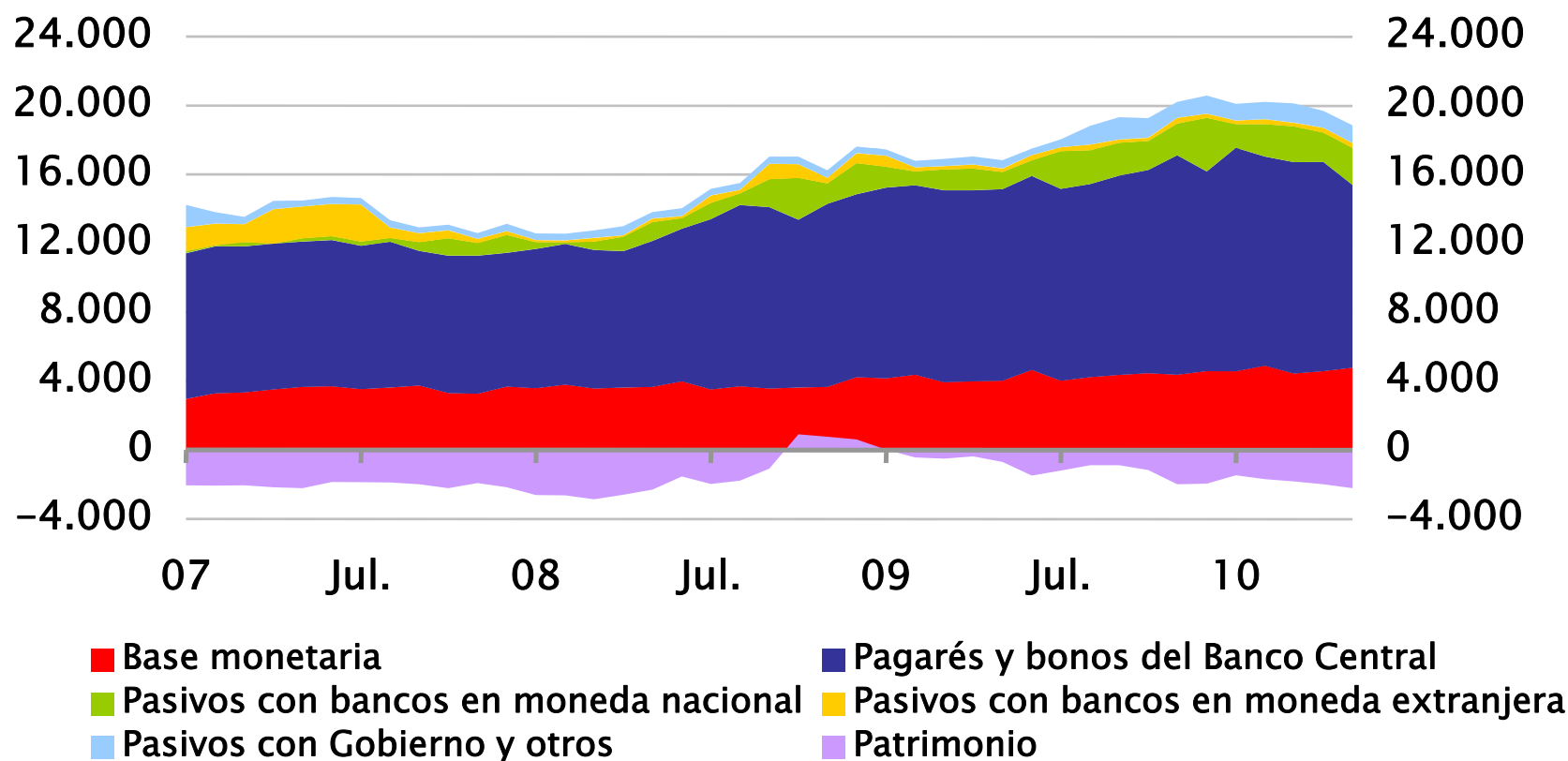
Fuente: Banco Central de Chile.



Como resultado de ello, el balance del Banco Central se expandió, pero lo hizo en términos moderados.

Pasivos del Banco Central de Chile

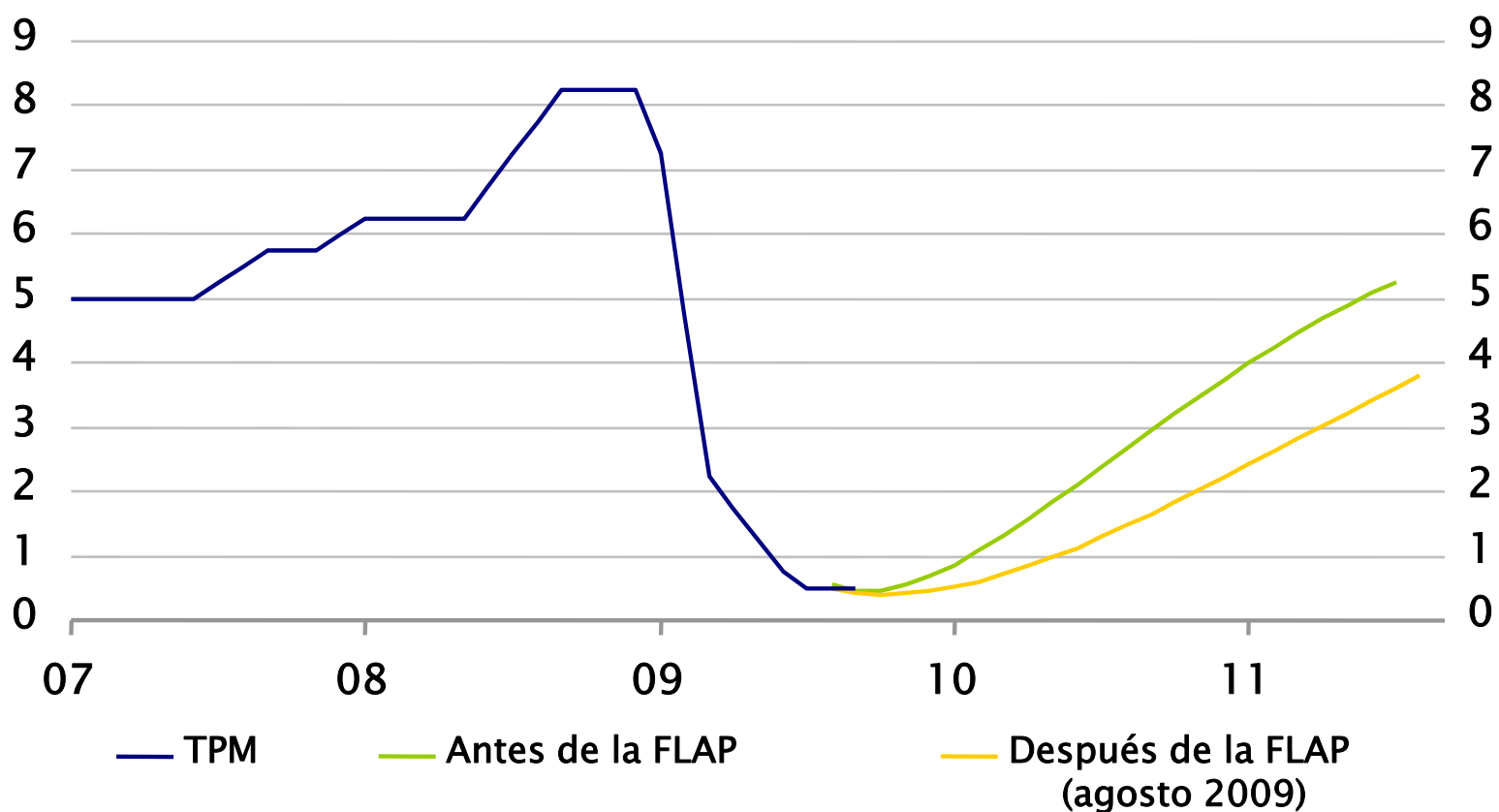
(miles de millones de pesos)





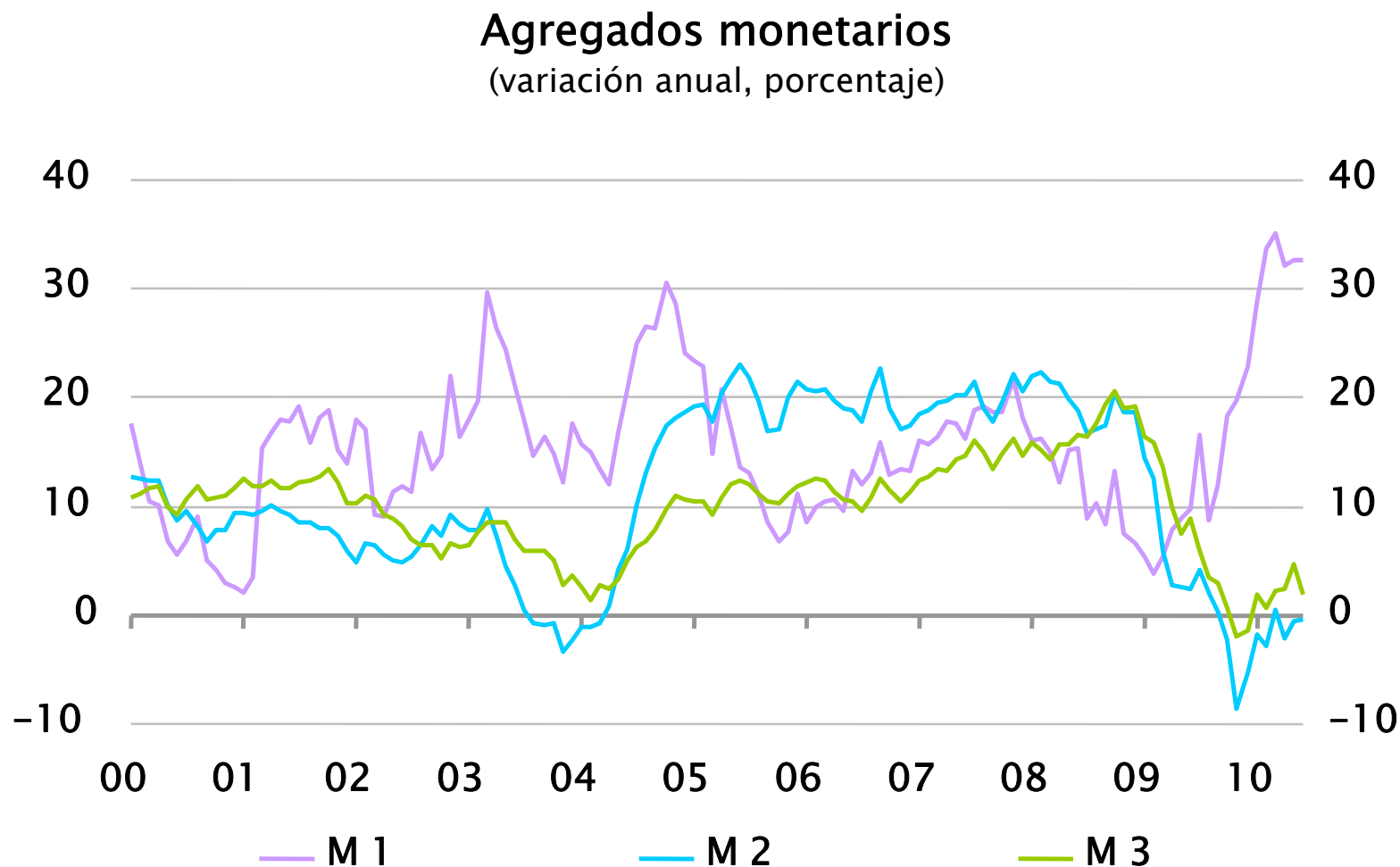
En todo caso, el efecto buscado se logró: la curva de expectativas para la tasa de política efectivamente redujo significativamente su pendiente en el tramo corto.

Expectativas para la TPM curva *forward*
(porcentaje)





Los agregados monetarios también se expandieron, acorde con la posición adoptada por la política monetaria.



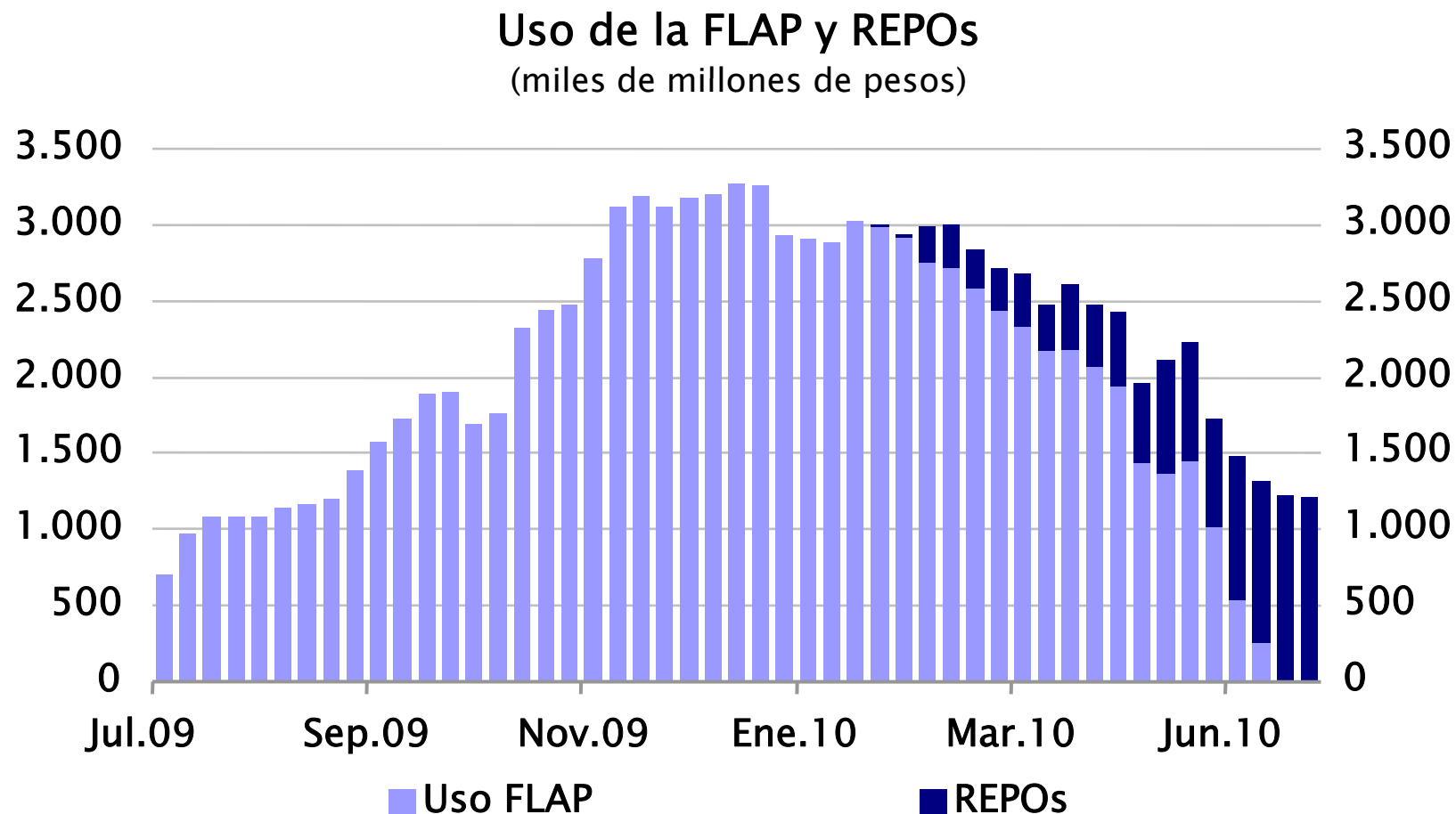


Retiro de la Facilidad de Liquidez a Plazo

- A fines del 2009, el Consejo anunció el retiro programado y gradual de las medidas complementarias y, en particular, de la FLAP.
- Se informó que se reduciría cada mes el plazo máximo de las operaciones en 30 días hasta la completa eliminación del acceso en el transcurso de un período de 6 meses, lo que concluyó en junio pasado.
- La gradualidad buscaba minimizar eventuales efectos adversos o costos de ajuste.
- Este anuncio no alteraba las señales entregadas previamente respecto de la trayectoria de la TPM durante el primer semestre de este año, pero contribuía a preparar el retorno al formato habitual de política monetaria, que supone fijar una tasa para operaciones de cortísimo plazo sin adquirir compromisos para plazos más largos.



El retiro de la FLAP fue ordenado y coincidió con el uso de fuentes alternativas de liquidez.





El actual escenario macro

- La economía chilena ha mantenido una senda de recuperación en el último año, apoyada por el impulso de las políticas macroeconómicas y, particularmente, por la política monetaria.
- Las proyecciones del BC sugieren que la economía crecerá entre 4,0 y 5,0% en 2010, con una tasa que promediará cerca de 6% en el segundo semestre del año.
- El terremoto tuvo efectos importantes, mayores que los previstos, en la actividad del primer trimestre, pero su recuperación también ha sido más rápida que la esperada.



El actual escenario macro

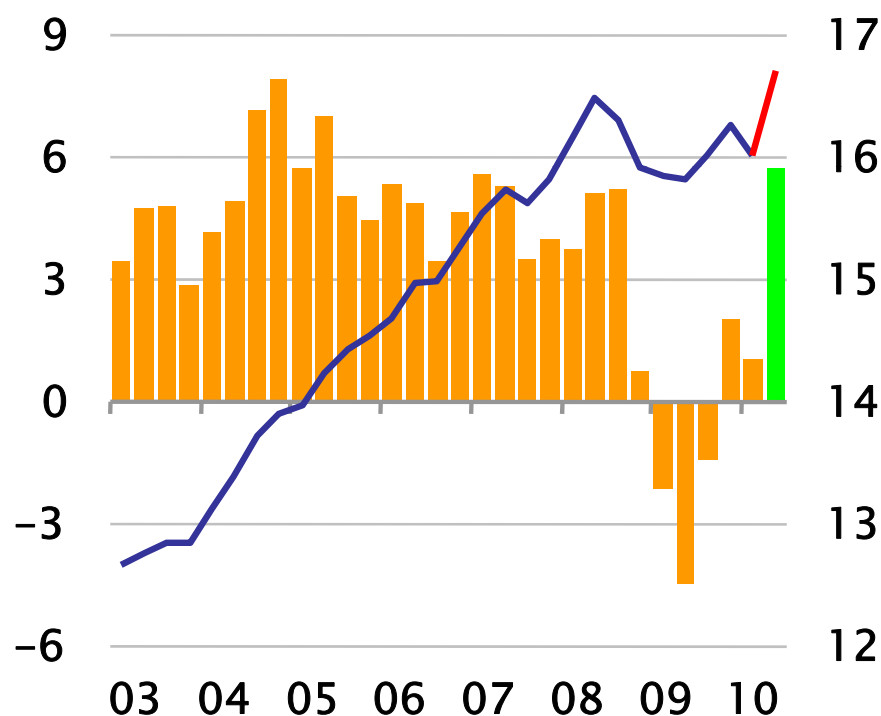
- La demanda muestra un dinamismo superior al previsto, en parte por los efectos inmediatos del terremoto, pero también por el estímulo ejercido por las condiciones macroeconómicas internas.
- La inflación seguirá una senda de convergencia a la meta en los próximos trimestres. Sin embargo, el cierre de las holguras de capacidad podría incubar presiones inflacionarias si la política monetaria no se ajusta preventivamente.
- Las tensiones observadas en los mercados financieros externos, si bien son un factor de riesgo que debe ser seguido con atención, no parecen modificar significativamente estas perspectivas internas.



La actividad, más allá de los efectos transitorios del reciente terremoto, muestra una clara recuperación, que conducirá a un cierre de las de holguras de capacidad hacia el 2011.

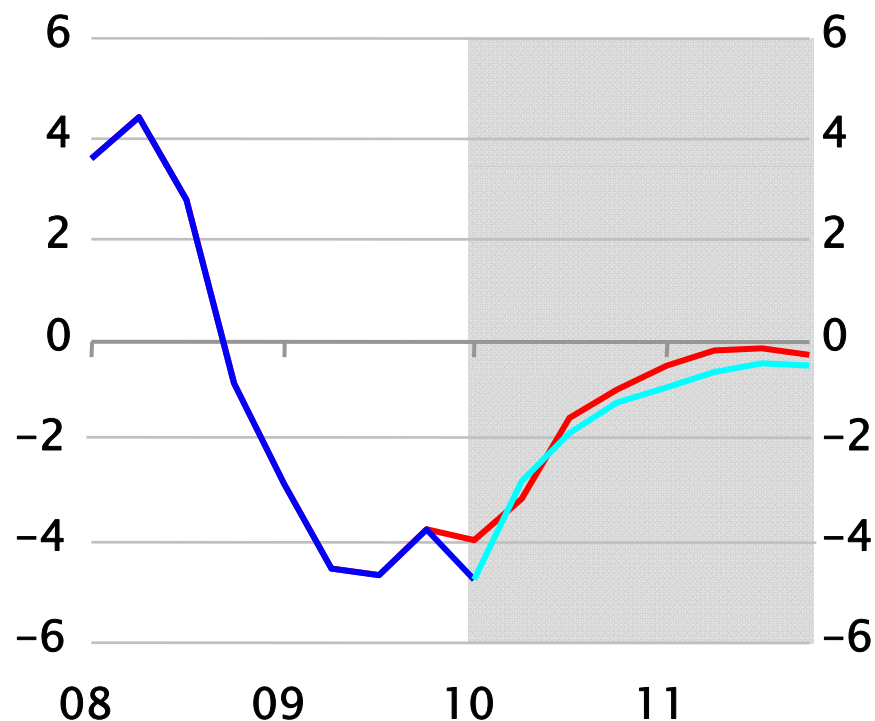
Producto Interno Bruto (1)

(porcentaje, miles de millones de pesos)



Holguras de capacidad (2)

(variación anual, porcentaje)



■ Var. anual — PIB desestacionalizado

— IPoM mar.10

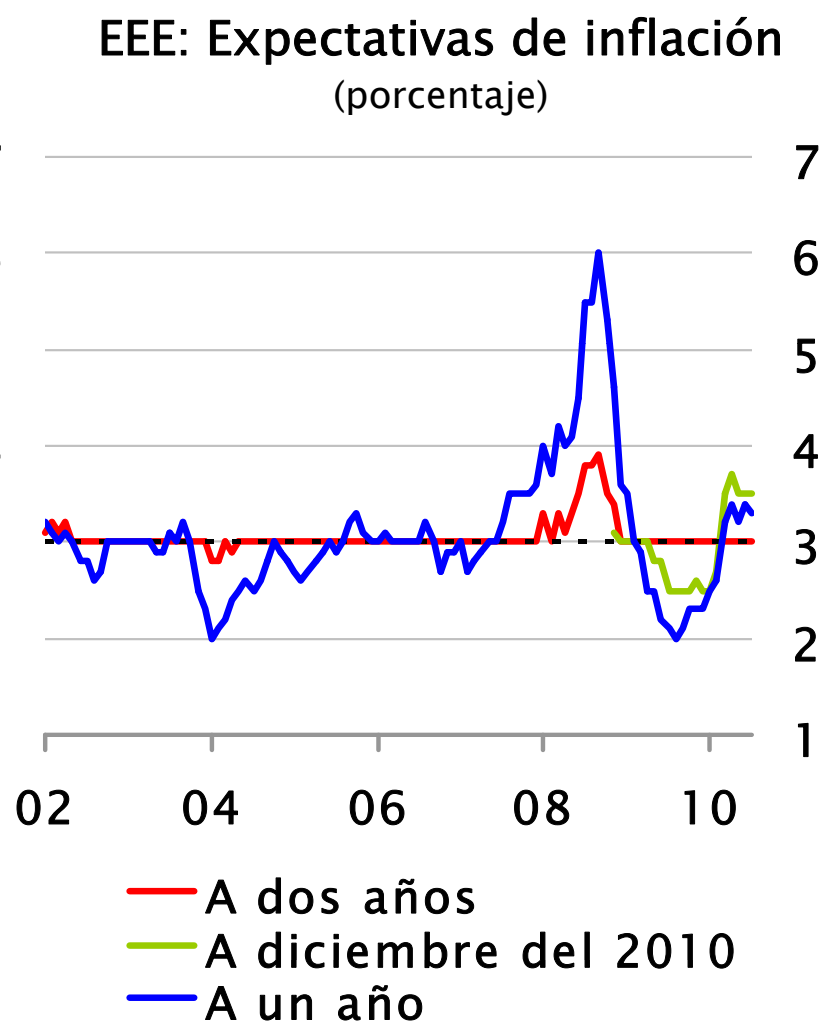
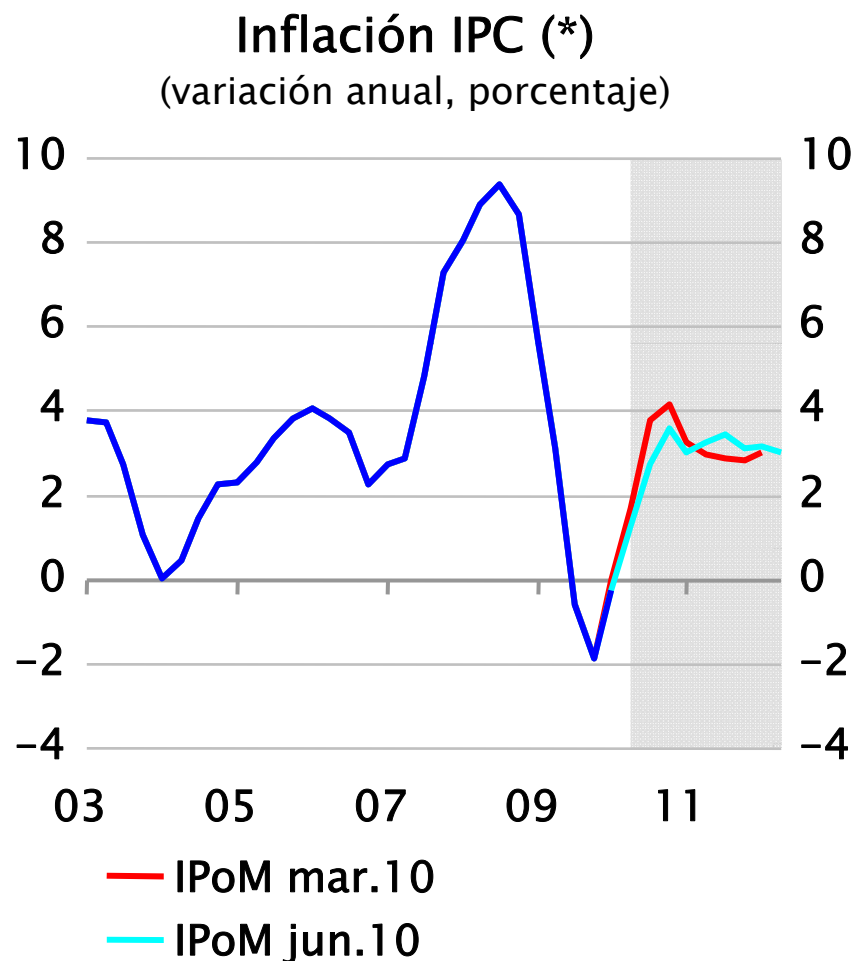
— IPoM jun.10

(1) El segundo trimestre del 2010 corresponde al promedio de los Imacec publicados de abril y mayo y a la estimación de junio de la Encuesta de Expectativas Económicas de julio del 2010. (2) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2010, corresponde a la proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



El panorama en materia de inflación, determinado principalmente por la trayectoria de la actividad, apunta a una convergencia a la meta en el mediano plazo y es coherente con expectativas de mercado.



(*) El área gris, a partir del segundo trimestre del 2010, corresponde a la proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Normalización de la política monetaria.

- Teniendo en cuenta estos antecedentes, el BC decidió recientemente iniciar el proceso de normalización de la política monetaria.
- Si bien la normalización, entendida en un sentido más amplio, ya se había iniciado con el retiro de la facilidad de liquidez a plazo, la tasa oficial se mantenía en su nivel mínimo.
- En la reunión de junio, el BC subió la tasa en 50 puntos base; y en la reunión de este mes, realizada el jueves pasado, procedió a efectuar un nuevo aumento de igual magnitud, con lo cual la tasa de política quedó en 1,50%.



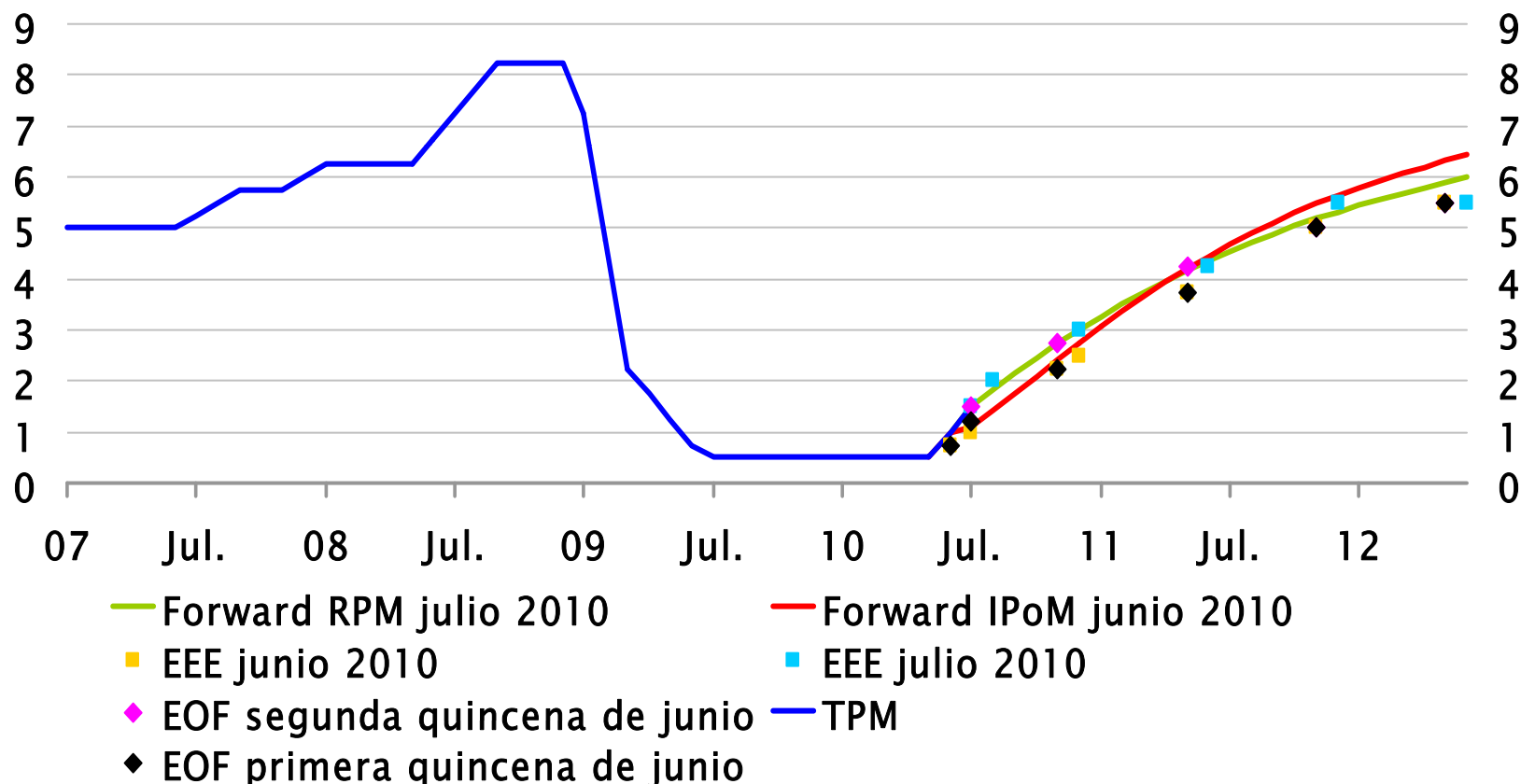
Normalización de la política monetaria

- La convicción del Banco Central es que, si este proceso de normalización se postergara o atrasara, los ajustes requeridos más adelante podría ser mucho más rápidos y de mayor magnitud, con efectos adversos sobre precios de los activos financieros y la actividad.
- En todo caso, el ritmo y la intensidad de la normalización dependerán tanto de las condiciones macroeconómicas internas como de la evolución del incierto escenario externo.



Por el momento, la señal entregada por el BC es que el nivel de la TPM dentro de un año será similar al que se deducía de las expectativas privadas en junio pasado. En el largo plazo, debería converger a su nivel neutral.

Expectativas para la TPM (porcentaje)





Comentarios finales

- El marco general de políticas macroeconómicas y, particularmente, el régimen de política monetaria se mostró adecuado para enfrentar esta severa crisis global.
- La política monetaria exhibió capacidad de reacción y flexibilidad para mitigar los efectos adversos en el plano interno.
- Si bien el BC adoptó algunas medidas extraordinarias o no habituales, la conducción general se ha mantenido ajustada a las políticas y reglas preestablecidas. Ello ha sido fundamental para preservar la credibilidad y por tanto la efectividad de las políticas perseguidas.



Comentarios finales

- La flexibilidad ha estado presente principalmente en la implementación de las acciones de política, por ejemplo, cuando se consideró necesario revertir el curso de la política monetaria, o bien cuando se estimó conveniente reforzar señales con acciones extraordinarias.
- En períodos normales, cuando la conducción del BC sigue un curso predecible con ajustes más bien graduales, estos rasgos o atributos del esquema de política vigente pueden no ser bien apreciados, pero sí son valorados cuando se enfrentan crisis o cambios bruscos de escenario, como ha ocurrido en el transcurso de estos últimos años.
- El balance del BC y los agregados monetarios se han expandido en este período, pero lo han hecho en forma más bien moderada, de manera que el retorno a niveles y/o tasas de variación normales no plantea un serio desafío de política.



Comentarios finales

- La conducción de la política monetaria se ha visto enormemente facilitada por los sólidos fundamentos de la economía y, en particular, por la existencia de cuentas fiscales sanas, un sistema bancario que puede exhibir una adecuada solvencia y gestión, y un mercado de capitales marcado por la presencia de inversionistas institucionales que le confieren relativa estabilidad a los flujos financieros.
- Como ocurre en la mayoría de las economías emergentes, la normalización de la política monetaria se ha iniciado, respondiendo a la evolución de la economía interna. Pero la crisis global aún no concluye y persisten riesgos que deben ser seguidos con atención.
- En todo caso, como se ha comprobado en esta crisis, el BC cuenta con los instrumentos necesarios para mitigar los efectos internos de una eventual intensificación de tensiones en los mercados financieros internacionales.



ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL DE CHILE DURANTE ESTA CRISIS

Enrique Marshall R.

Miembro del Consejo
Banco Central de Chile

LA PAZ, BOLIVIA

19 DE JULIO DE 2010