

# Reunión de Política Monetaria

MARZO 2010

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°151, celebrada el 18 de marzo 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 Nacrur 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 Subrogante, don José Manuel Garrido Bouzo; 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 Matias 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 Subrogante, don Rodrigo Alfaro Arancibia; 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<sup>1/</sup>.

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

#### 1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió respecto del impacto del terremoto y maremoto en la actividad, en la inflación y en la respuesta de la política monetaria. Se debatió acerca de la duración del *shock*, la cuantía de la destrucción de stock de capital productivo y su efecto sobre el PIB de tendencia, el efecto sobre las existencias y la caída de la riqueza y su incidencia en las decisiones de gasto. Se recordó que, previo al terremoto, la economía presentaba un mayor dinamismo, con un cierre del 2009 por sobre lo anticipado, tanto en actividad como en demanda, e indicadores parciales del primer trimestre que corroboraban esta tendencia. Asimismo, la inflación también presentaba registros superiores a los previstos en diciembre.

Se trató la discrepancia entre el optimismo de las perspectivas de crecimiento mundial, la previsión de mayor inflación y la evolución esperada para las tasas de política monetaria que se desprende de los contratos futuros. Se indicó que esto era aún más extraño en un contexto en que la incertidumbre disminuía. Se mencionó que detrás podría estar una decisión de “*wait and see*”, esto es, ver primero cómo evolucionan las economías una vez que se han retirado los estímulos fiscales y de política monetaria no convencional. Esto, se señaló, ha sido corroborado en el discurso de algunas autoridades monetarias. Se agregó que en el caso de las economías emergentes, el inicio del ciclo de alza de tasas podía estar siendo contenido, debido al diferencial de tasas de interés que se produciría y sus efectos sobre las paridades.

### 2. Opciones

El principal antecedente desde la Reunión de Política Monetaria anterior era el terremoto y maremoto de fines de febrero. Se estimaba que este evento afectaba el panorama macroeconómico en una multiplicidad de direcciones. Por un lado, si se consideraba que el efecto de la menor capacidad productiva por la destrucción de capital predominaba en la dinámica macroeconómica, entonces el nuevo escenario era más inflacionario y podía requerir de una normalización más rápida de la política monetaria. Si, por otro lado, se tomaba en cuenta que la disrupción en las decisiones de demanda y la caída en el consumo para acomodar un mayor ahorro eran relevantes, entonces las brechas podrían incluso haberse ampliado. Estas dudas hacían difícil evaluar la magnitud y persistencia de la esperable mayor inflación y menor actividad para marzo. A ello se agregaba la imposibilidad de una lectura estadística precisa de dichos fenómenos, por las disrupciones que el terremoto produjo en la capacidad institucional de recolectar información detallada en la zona de la catástrofe. A lo anterior, se sumaba el

aspecto vinculado a la magnitud, temporalidad y forma de financiamiento del esfuerzo de reconstrucción pública y privada, elementos que eran claves para poder delinear el panorama macroeconómico de mediano plazo.

El mercado había interpretado los efectos del terremoto como sugerentes de una mayor inflación hacia fines de este año y mediados del próximo —pero centrada en la meta en el horizonte de política—, una menor actividad este año con un rebote compensatorio el próximo, y una trayectoria de política monetaria más laxa que la prevista hasta fines de febrero. El tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo habían tenido fluctuaciones significativas, coincidentes con los cambios en las expectativas privadas sobre la forma de financiamiento del esfuerzo de reconstrucción.

Dados los grados de incertidumbre mencionados, la opción más plausible en esta ocasión parecía ser la de mantener el mensaje de política monetaria de los comunicados recientes. Esto es, que la TPM se mantendría en su nivel mínimo al menos hasta el segundo trimestre del 2010. Cualquier cambio relevante en este diagnóstico podría ser interpretado como que el Banco tenía en ese minuto más certezas o información de las que efectivamente existían sobre las implicancias de política monetaria producto del terremoto.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros coincidieron en que la principal novedad del último mes era el terremoto y maremoto y sus consecuencias sobre el escenario macroeconómico. Concordaron también en que sus efectos sobre la actividad y la inflación requerirán de un cuidadoso análisis, pero que, en principio, serían acotados, con un incremento de la inflación y una caída en el nivel de actividad en el corto plazo. Un Consejero resaltó que el mercado compartía la visión de que tales efectos tendrían el carácter de acotados. Ello, indicó, se desprendía con claridad de la última Encuesta de Expectativas Económicas que fue realizada con posterioridad al terremoto. Con todo, los Consejeros coincidieron en que hasta ese momento no existía un conjunto de información que permitiera ser más específicos respecto de los alcances de la catástrofe para la política monetaria. Varios Consejeros destacaron que, desde un punto de vista conceptual, el terremoto correspondía a un *shock* negativo al stock de capital que restringía la capacidad productiva de la economía, pero cuyo efecto se reducía en el largo plazo por el esfuerzo de reconstrucción. Estos Consejeros argumentaron también que este *shock* negativo generaría mayores presiones sobre los precios, las que podrían ser contrarrestadas por una menor demanda que, eventualmente, se produciría debido a la pérdida de riqueza. En todo caso, todos los Consejeros

coincidieron en que las consecuencias sobre la demanda eran difíciles de evaluar. Destacaron que, hasta ese momento, era especialmente complejo determinar cuál sería la forma que adoptarían los esfuerzos de reconstrucción, puesto que aún no estaban suficientemente evaluados, porque la velocidad de respuesta del sector privado era incierta y porque todavía era prematuro para que las autoridades de Gobierno determinaran las nuevas prioridades, la rapidez con que serían abordadas y las fuentes de su financiamiento.

Varios Consejeros destacaron la primera reacción de los mercados financieros tras el terremoto y maremoto, resaltando la apreciación del peso, el alza en las tasas de interés de largo plazo y la pérdida bursátil. Un Consejero subrayó que esta última había sido relevante, puesto que aunque el IPSA solo había caído cerca de 2% desde el terremoto, esto había ocurrido en un contexto de incremento de los índices bursátiles globales, lo que hacía que la pérdida accionaria nacional fuese mayor. Un Consejero llamó la atención acerca de la significativa caída del tipo de cambio peso por dólar tras el terremoto, ante las perspectivas de masivas entradas de capital. Destacó, no obstante, que, a su juicio, el aumento neto medido sobre el potencial impacto en la cuenta corriente era acotado. Agregó que lo esperable era que, en el largo plazo, el tipo de cambio real de equilibrio estuviera más depreciado. Finalizó indicando que este era un elemento que debía seguirse con cuidado por su impacto sobre la inflación y la actividad. Un Consejero destacó que la reacción del sistema financiero al terremoto sería una de las claves para la evaluación del escenario de mediano plazo. Acotó que el terremoto había generado un aumento, por lo menos transitorio, en la percepción de riesgo, particularmente en las zonas más afectadas, y que su efecto podría verse potenciado por la incertidumbre que generaba el cambio en el sistema de provisiones de cartera que se implementaría este año. En este contexto, continuó, era perfectamente posible que el proceso de normalización de las condiciones financieras perdiera fuerza o incluso se detuviera por algún tiempo. Añadió que si ello ocurría, la política monetaria podría contar con holguras que no estaban contempladas con anterioridad.

Todos los Consejeros resaltaron que los datos disponibles confirmaban que la economía chilena venía mostrando una importante recuperación desde fines del año pasado y comienzos de este, superior a la prevista. Un Consejero destacó que la corrección de las cifras de actividad, así como las perspectivas de inflación, sugería que la política monetaria debía comenzar a moverse en una dirección menos expansiva en los próximos meses. Agregó que habían comenzado a aparecer indicios de presiones inflacionarias tanto internas como externas y que se observaba una nueva mejora en los volúmenes de crédito, lo que representaba un gran desafío para la política monetaria en los próximos meses. Un Consejero señaló que de no haber sido por el impacto del terremoto, probablemente

el proceso de alza de la TPM habría comenzado antes que lo previsto. Un Consejero destacó que un punto que parecía despejarse era el relativo a la evolución de las remuneraciones. Esto, por cuanto las nuevas cifras publicadas por el INE mostraban tasas de variación bastante más bajas que las reportadas con anterioridad y, por lo tanto, mucho más coherentes con las tendencias del mercado laboral y con el escenario macroeconómico en general.

Todos los Consejeros coincidieron en que el escenario externo relevante para Chile mostraba un asentamiento de las mejores perspectivas de crecimiento y una reducción de la incertidumbre. Un Consejero llamó la atención sobre el hecho que, con perspectivas de crecimiento e inflación mayores, se observara un retraso marginal en la trayectoria esperada de normalización de la política monetaria en las economías desarrolladas. Destacó que esta combinación podría ser interpretada como una muestra de debilidad del sistema financiero en dichos países y una necesidad de mantener estímulos monetarios muy significativos para sostener la recuperación. Agregó que, en su opinión, esta situación debiera ser resuelta prontamente, de manera que la salida de la crisis financiera internacional fuese acompañada de estabilidad macro y no se terminaran acentuando los ciclos de actividad y precios, como demostraba el caso chino. Añadió que le parecía saludable un ajuste monetario en China, aunque muchos economistas lo veían con preocupación, toda vez que de continuar con una expansión crediticia a niveles históricos se ponía en serio riesgo la estabilidad macro de esa economía. Por último, indicó que un eventual retraso en la normalización de la política monetaria en algunos países del mundo representaba un riesgo importante, que debía seguirse con cuidado. Un Consejero resaltó que más allá de que el panorama externo relevante se apreciara más benigno, los riesgos seguían siendo altos. Indicó que los mercados aún eran sensibles a las noticias que ponían de relieve los problemas estructurales asociados a la crisis, tal como había ocurrido con la información proveniente de Grecia en las últimas semanas. Un Consejero también llamó la atención sobre la presencia de riesgos relevantes en el frente externo. En primer lugar, señaló que el retiro de los estímulos monetarios estaba aún pendiente en el mundo, lo mismo que el rebalanceo de los desequilibrios globales. También resaltó que los recientes eventos en Grecia y otras economías europeas podrían ser el preludio de ajustes en las condiciones financieras globales, en la medida que se revelasen problemas fiscales en las economías industriales. Agregó que todo lo anterior podría provocar importantes correcciones cambiarias, con consecuencias sobre el valor del peso. Por último, indicó que la economía china continuaba sosteniendo el crecimiento mundial, pero con tensiones cambiarias y la potencial incubación de desequilibrios financieros producto de los elevados aumentos de los precios de las viviendas. Por ello, concluyó, se debía seguir observando con atención los desarrollos de la economía global y su impacto en la recuperación de la economía chilena.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que en esta coyuntura existían mayores grados de incertidumbre que de costumbre y que era necesario contar con una evaluación más precisa de los efectos de mediano y largo plazo del terremoto antes de modificar la trayectoria prevista de la TPM. Un Consejero destacó que lo más prudente era mantener tanto el nivel actual como el sesgo en materia de política monetaria. No obstante, señaló que se debía estar particularmente atento a si la evidencia futura cambiaba este panorama.

Un Consejero mencionó que, aunque el terremoto modificaba el panorama, aún se tenía mucha incertidumbre sobre sus efectos y alcances más precisos. Por ello, estimó que lo más prudente por el momento era no innovar en materia de política monetaria. Indicó que el espacio necesario para proceder en tal sentido existía y debía ser aprovechado, agregando que introducir cambios en un contexto como el actual sería muy desorientador para el mercado. Por último, resaltó que, sin perjuicio de lo anterior, debía monitorearse atentamente la trayectoria de la actividad y la inflación en los meses siguientes, sin descartar que la orientación general de la política monetaria debiera ser ajustada a la luz de los antecedentes que se fueran conociendo.

Un Consejero señaló que, en su opinión, dadas las novedades recientes la política monetaria, se encontraba en un punto ciego y resultaba inconveniente dar certezas cuando estas no existían. Planteó que el principal aporte que el Banco podía realizar en el corto plazo era evaluar distintas situaciones, a fin de estimar escenarios macroeconómicos que tuvieran una reacción coherente de política monetaria. Añadió que el mercado y el Banco contaban con el mismo conjunto de información. Por ello, creía que un escenario en que la TPM coincidiera con la trayectoria que se deducía de los precios de los activos financieros de ese momento, no generaría desviaciones de mediano plazo en la inflación respecto de la meta. Esto, circunscrito a la evolución de la TPM en el corto plazo. Por ello, en su opinión, con la incertidumbre existente y considerando que el uso persistente de las expectativas de mercado no era correcto, al menos era válido que mantener la TPM sin cambios en el corto plazo era un ejercicio que arrojaba resultados macroeconómicamente coherentes.

Un Consejero llamó la atención sobre la alta incertidumbre vigente en ese momento, indicando que el desarrollo de las estimaciones que se entregarían en el IPoM de marzo daría alguna mayor claridad. Sin embargo, agregó que aun tras ese ejercicio persistirían muchas dudas, por la imposibilidad de calibrar con exactitud las consecuencias del terremoto y maremoto, eventos que afortunadamente eran altamente inusuales. Lo anterior, prosiguió, sugería tener mucha cautela en las decisiones de política monetaria, al menos mientras

se recibía información que permitiera evaluar de mejor forma las tendencias post terremoto. Añadió que, no obstante, era imposible esperar a que estas incertidumbres se despejaran tempranamente y que el Consejo, en los meses siguientes, se vería en la obligación de tomar decisiones con antecedentes incompletos. Finalizó indicando que mantener condiciones monetarias altamente expansivas parecía ser la opción adecuada en esta Reunión, pero que se debía estar seguro de que la recuperación fuese sostenible, siempre en un contexto de estabilidad de precios. De otra forma, concluyó, solo se estaría alimentando un *boom* insostenible que podría terminar en un ajuste severo, ciertamente indeseable.

#### **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.