

Reunión de Política Monetaria

MARZO 2009

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°136 celebrada el 12 de marzo de 2009

Asisten el Presidente don José De Gregorio Rebeco, el Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asiste el Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco Brañes.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldivar; 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 Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos; el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander; el Gerente de Investigación Económica Interino, don Pablo Pincheira Brown; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; los Economistas Senior, doña Erika Arraño González y don Enrique Orellana Cifuentes; la economista, doña Mariana García Schmidt; y el Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

Tanto los antecedentes como la presentación preparada por la Gerencia de División Estudios, basados ambos en información públicamente disponible, pueden ser consultados en la página web del Banco^{1/}.

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

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió acerca de los grados de libertad que tenían las distintas economías para reducir sus tasas de interés. Se indicó que podía realizarse una separación entre aquellas economías que no tenían problemas en su balanza de pagos de aquellas que sí los tenían. En ese sentido, se señaló, que estas últimas tenían limitaciones a la reducción de sus tasas de interés por cuanto ello podría acarrearles un problema cambiario de relevancia. En cambio, se mencionó que aquellas que no tenían problemas de balanza de pagos podían reducir sus tasas acercándolas a niveles como los observados en el mundo desarrollado.

Se discutió acerca de las implicancias de las cifras recientes de actividad y de la revisión de las Cuentas Nacionales. Se resaltó que aunque los datos de enero podían dar algún indicio de que no se habría profundizado la caída de la actividad, no podía obviarse el hecho que el nivel del PIB, y por ende de las holguras, había tenido un ajuste importante. Además, la sola mantención de este mayor nivel de holguras tendría efectos para la inflación y la política monetaria. Se indicó que en el corto plazo era posible esperar que no se profundizara la caída de la actividad. Tras ello habían factores tanto de tipo cíclico, relacionados con las implicancias del fuerte ajuste de los inventarios, como de tipo estadístico. En todo caso, se añadió que la posibilidad de que la actividad tuviera un aumento en su nivel dependía de una serie de factores, como por ejemplo la evolución de la economía global y el efecto que tuvieran sobre la demanda mundial y el comercio internacional los distintos programas de apoyo económico que se estaban implementando alrededor del mundo.

2. Opciones

Dados los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo consideró como opciones más plausibles para esta ocasión reducciones de la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 200 ó 250 puntos base. Las principales consideraciones para esta ocasión eran: i) el mensaje de política monetaria implícito en el comunicado del mes anterior; ii) los antecedentes coyunturales; y iii) la reacción del mercado a la comunicación de la política monetaria y los nuevos antecedentes.

En primer lugar, en la discusión de la reunión anterior se había señalado que, en el escenario más probable, la TPM seguiría una trayectoria por debajo de la considerada en el escenario base del Informe de Política Monetaria (IPoM) de enero. Así, convergería en el corto plazo a niveles comparables con los implícitos en los precios de los activos financieros entonces vigentes para mediados de año,

los que indicaban una TPM del orden de 3,0-3,5%. Por ello, mecánicamente se podía considerar una reducción de 175 puntos base para esta reunión, siempre que las condiciones fueran idénticas a las previstas en febrero.

Esto motivaba el segundo aspecto relevante para las opciones. Aunque a partir de la información disponible no era evidente que la actividad se hubiera continuado contrayendo este trimestre respecto de fines del 2008, se seguirían observando cifras de crecimiento interanuales negativas. Además, el escenario de consenso para el crecimiento global del 2009 y 2010 se había corregido fuertemente. Más allá del origen específico de la sorpresa inflacionaria de febrero, las perspectivas para esta mostraban cifras bastante reducidas, menores que las de febrero. Aplicando mecánicamente la regla de política monetaria habitual, la mayor brecha junto con la caída de la inflación esperada a un año plazo sugería una TPM por debajo de la evaluada el mes pasado, en una cifra del orden de 75 puntos base.

Estas cifras seguían siendo parecidas a las evaluadas en los escenarios de riesgo del IPoM, y coincidían de manera cercana con las expectativas de mercado para los próximos meses (2% para la *swap* y 2,5% para la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE)). Así, se podía considerar una reducción de la TPM del orden de 250 puntos base, similar a la decisión de febrero.

En tercer lugar, un movimiento de la magnitud mencionada era, como se indicó, coherente con el nivel de la TPM implícito en los contratos *swap*. Esto revelaba que, en lo grueso, las expectativas de mercado habían reaccionado adecuadamente a la información coyuntural y también a los mensajes de política monetaria del Banco. Además, el comportamiento global de los mercados financieros locales indicaba con bastante fuerza que la incorporación a las expectativas de los agentes de los importantes ajustes en la TPM no había provocado confusión o controversia.

Como en otras ocasiones, existían aspectos comunicacionales o tácticos que considerar. El primero era el impacto que posiblemente tuviera la decisión de esta reunión en la formación de expectativas privadas. Por un lado, un movimiento que difiriera de manera relevante de lo esperado por los mercados financieros podía ser disruptivo, si se interpretaba que el Banco tenía información respecto de fragilidades o vulnerabilidades financieras que acotaban su accionar de política. Por otro lado, movimientos agresivos de la TPM podían afectar la confianza, si ellos se interpretaban como una visión de debilidad macroeconómica peor que la del consenso del mercado. En todo caso, ajustes agresivos permitían precaver la eventualidad de que se siguiera deteriorando el panorama en los próximos meses, lo que forzaría a hacer nuevos ajustes drásticos en lo venidero.

El segundo aspecto táctico se refería a la incorporación de un sesgo en la comunicación de las decisiones de política monetaria. En lo más reciente ello había sido evidente, debido a que se había implementado un ajuste brusco y rápido a las nuevas circunstancias. Sin embargo, era —en principio— deseable retornar a movimientos de la TPM de magnitud más acotada y con mayores patrones de persistencia. Esto sugería la conveniencia de hacer ajustes mayores por sobre ajustes menores en esta reunión, de forma de poder mover el sesgo comunicacional a una instancia menos desbalanceada. Tanto las expectativas privadas recogidas por la EEE como las implícitas en los precios de los activos financieros incorporaban un quiebre en el corto plazo en la trayectoria de la TPM a niveles más estables y de movimientos más acotados.

Con todo, independiente de la opción que se eligiera, se consideraba importante informar un sesgo claramente más neutral que en reuniones pasadas, de modo de indicar que había concluido el período extraordinario de acomodo de la política monetaria, y que, de aquí en adelante, cabría esperar movimientos de magnitud similar a los patrones históricos.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros estuvieron de acuerdo en que la información acumulada durante el último mes hacia evidente la necesidad de continuar con el ajuste agresivo de la TPM, de manera de alinearla con el nuevo escenario macroeconómico de una débil actividad y de una sustancial caída de la inflación. Todos los Consejeros coincidieron en destacar la continuación en el deterioro del panorama externo y el resurgimiento de las tensiones en los mercados financieros desarrollados. Un Consejero indicó que las sucesivas correcciones del crecimiento mundial indicaban que los efectos de la crisis tendrían una mayor intensidad sobre la economía chilena. Un Consejero señaló que, en todo caso, existían algunas notas optimistas, como la evolución reciente de las ventas minoristas en EE.UU. y de las perspectivas para la demanda interna en China, que aumentaría de modo importante en el primer cuarto. Ello, indicó este Consejero, explicaba, al menos en parte, el aumento reciente del precio del cobre y del petróleo.

En el plano interno, varios Consejeros destacaron que las cifras de Cuentas Nacionales del cuarto trimestre del 2008 indicaban un panorama de debilidad mayor que el anticipado, a la vez que reafirmaban un deterioro de la demanda de especial intensidad en sus componentes más sensibles al ciclo. Al respecto, un Consejero resaltó la fuerte corrección a la baja de los inventarios a fines del 2008. Varios Consejeros destacaron que el empleo había perdido dinamismo y

el desempleo comenzaba a aumentar. Un Consejero llamó la atención sobre la evolución de los salarios, que mostraban una trayectoria por debajo de lo que cabría esperar por la simple operación de la indización salarial.

Varios Consejeros indicaron que se había acumulado evidencia de que el traspaso de las rebajas de la TPM se estaba dando de forma adecuada hacia el costo del crédito del sistema bancario. Algunos Consejeros destacaron también que se apreciaba una fuerte disminución del dinamismo de los volúmenes de crédito. Varios Consejeros resaltaron el hecho de que la inflación anual había vuelto a descender en forma significativa y que las distintas medidas de expectativas daban cuenta de esa tendencia.

Respecto de los factores que podían inclinar la balanza por alguna de las opciones planteadas, un Consejero indicó que había argumentos contundentes para elegir cualquiera de las dos opciones. La TPM seguía en un nivel alto, habida consideración de las expectativas de inflación, la confianza se había deteriorado y se observaba un consiguiente desplome de la demanda. Además, el balance de riesgos estaba claramente inclinado en un sentido negativo y, a diferencia de lo que ocurría en economías con fundamentos más débiles, no se advertían restricciones macroeconómicas relevantes que limitaran el accionar de la política monetaria. Agregó este Consejero que, en todo caso, le parecía importante que la decisión no distara de aquello que esperaba el mercado. A su juicio, las expectativas de mercado no imponían ninguna restricción absoluta a los movimientos de la TPM, pero debían ser debidamente consideradas, puesto que las sorpresas conllevaban riesgos y costos que debían ser sopesados. Agregó que, si bien la decisión adoptada en la última reunión había sorprendido al mercado, había sido bien entendida y absorbida. Sin embargo, se debía considerar que una nueva sorpresa podría no estar exenta de costos, especialmente por sus efectos sobre la confianza. Añadió este Consejero que considerando la dispersión de opiniones para la decisión de la reunión ambas opciones serían absorbidas por el mercado sin sobresaltos. En cambio, una rebaja superior a los 250 puntos base, sin duda, sorprendería y tendría los inconvenientes comentados, razón por la cual le parecía bien que hubiera sido descartada. Finalizó indicando que, si bien las diferencias entre ambas opciones eran más bien pequeñas, la opción de reducir la TPM en 250 puntos base le parecía mejor porque permitía cerrar con mayor claridad el período de ajustes pronunciados iniciado en enero, a la vez que cubría de mejor forma los riesgos que se enfrentaban.

Un Consejero indicó que el análisis de los antecedentes reforzaba su convicción de que se había producido un brusco cambio respecto del escenario del IPoM de enero, aún mayor del que se percibía en la reunión pasada. Además, añadió este Consejero, no había presiones de demanda ni de oferta sobre la inflación.

Un Consejero señaló que los nuevos antecedentes conocidos indicaban que el nivel objetivo de la TPM era menor que el planteado la reunión anterior. Por ello, indicó, la decisión de esta reunión debía ser respecto de la velocidad a la cual el Banco se aproximaría a ese nuevo nivel objetivo. Agregó este Consejero que la opción de rebajar la TPM en 200 puntos base tenía la ventaja de que no difería mayormente de lo comunicado al mercado en la reunión anterior, a la vez que coincidía con la mediana de las expectativas del mercado para esta reunión. Por ello, indicó, esta opción tenía la ventaja de que no sorprendería al mercado, ni crearía inquietudes acerca de qué información avalaría un recorte superior al previsto hace un mes. Sin embargo, prosiguió este Consejero, tomar esta opción dejaba pendiente una parte del ajuste, lo que era inconveniente si se tenía en cuenta que la economía chilena seguía enfrentada a un sesgo a la baja en materia de actividad e inflación. De este modo, con una alta probabilidad, la nueva información que se acumulara haría que se requiriera de ajustes ulteriores en la TPM. Considerado este argumento, finalizó este Consejero, la opción de un ajuste de 250 puntos base tenía una ventaja importante, porque dejaba tanto al Banco como al mercado mejor preparados para hacer frente a escenarios alternativos.

Un Consejero indicó que los datos más recientes confirmaban un panorama de mayor debilidad y menor inflación en los siguientes trimestres, lo que sugería que la instancia de política monetaria debía ser más expansiva que la entonces vigente. A su juicio, esto indicaba la necesidad de un cambio significativo, como el de la reunión previa. Añadió que una reducción de 250 puntos base permitía además ubicarse en un nivel de TPM que no solo era suficientemente expansiva, sino que también estaba dentro de los rangos esperados por el mercado, lo que debiera permitir que la transmisión de la política monetaria siguiera operando normalmente. Agregó que un cambio mayor podría dar una señal inesperada y, ser leído como que el Banco disponía de información más negativa que la ya internalizada por el mercado. Finalizó señalando que con las decisiones de los últimos meses se había generado espacio suficiente para que la política monetaria estuviera “delante de la curva”. Añadió que era evidente que esta estrategia tenía el riesgo de que, de mejorar el panorama, hubiera que revertir el curso de la política monetaria. Sin embargo, en su opinión, no lo veía como un problema, primero, porque era muy improbable y, segundo, porque las decisiones del último año demostraban que el Banco era flexible, y que la economía chilena tenía las fortalezas necesarias para digerir cambios importantes en el curso de la política monetaria.

Un Consejero señaló que una baja de 200 puntos base era más favorable en el sentido de que un movimiento igual al de la reunión anterior podría alimentar la percepción de que la situación económica y las perspectivas para la inflación

a mediano plazo seguían cambiando abruptamente. Añadió que, en ese sentido, una baja de 200 puntos base enfatizaba de mejor manera el mensaje que las últimas decisiones sobre la TPM habían estado principalmente determinadas por una estrategia fijada ex-ante y no tanto por una sobre-reacción a noticias coyunturales. Por otra parte, indicó este Consejero, una baja de 250 puntos base enfatizaba más claramente el fin del proceso de cambios abruptos en la TPM.

Respecto del sesgo futuro de la política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que con la decisión de recortar la TPM en 250 puntos base concluía el proceso extraordinario de relajamiento monetario que se había iniciado en enero y que, en adelante, cabría esperar movimientos de magnitud similar a los patrones históricos. Un Consejero destacó que, en su opinión, era clave ponerle una cota a la amplitud de percepciones de los agentes del mercado respecto de la situación actual. Por ello era importante destacar que, aunque no se pueden descartar ajustes en el futuro, estos serán de menor magnitud que los realizados en las últimas reuniones, y dependerán de las noticias que se acumulen. Un Consejero agregó que creía más conveniente una reducción de 250 puntos base que una de 200 puntos base, ya que acercaría más la TPM a un nivel en el cual cambios futuros, de haberlos, serían del orden de 25, y excepcionalmente, de 50 puntos base.

Un Consejero indicó que la TPM estaba en un nivel donde se cubrían los riesgos de un deterioro adicional de la economía mundial y sus posibles repercusiones en la actividad interna. Agregó que las condiciones actuales justificaban concluir este proceso en un nivel de la TPM que fuera el menor desde que esta se nominalizó, pero que se podía ir hacia él de forma gradual. Indicó que, a no ser que en el futuro cercano se considerara que el agresivo recorte de la TPM no fue adecuado, no existían ni razones ni datos que impidieran ubicar la TPM por debajo de 1,75% en el curso de los próximos meses. Otro Consejero indicó que era importante señalar que, si bien la política monetaria entraría en una nueva fase, no se podían descartar nuevos recortes que llevaran la TPM hasta un nivel por debajo del esperado por el mercado en ese momento, o incluso hasta un nivel inferior al que se había alcanzado en el anterior ciclo de ajuste.

Un Consejero señaló que debía tenerse en cuenta que una condición fundamental para la recuperación era la posibilidad de mantener tasas de interés de largo plazo en niveles acotados, lo que estaba directamente relacionado con la capacidad del Banco de sostener la TPM en un nivel bajo y estable por un tiempo prolongado. A su juicio, indicó este Consejero, ese era un criterio central a la hora de determinar el nivel al cual debería converger la TPM. Indicó que, por ahora, creía que existía una distancia importante entre la TPM y una estimación razonable de su nivel de convergencia. Sin embargo, añadió, las tasas largas ya estaban en

niveles históricamente bajos, por lo que debía evitarse que movimientos futuros empinaran en exceso la estructura de tasas.

4. Acuerdo

El Consejo acordó con los votos del Presidente señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Desormeaux y los Consejeros señores Marfán, Marshall y Claro reducir la tasa de interés de política monetaria en 250 puntos base, hasta 2,25% anual.