

Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2009

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°140, celebrada el 16 de junio 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.

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, 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 Alberto Álvarez Vallejos; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Igal Magendzo Weinberger; los Economistas Senior doña Erika Arraño González y don Enrique Orellana Cifuentes; 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, 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 sobre las perspectivas levemente mejores de crecimiento mundial. Se señaló que, si bien aún no existía información tajante que permitiera afirmar que se estaba frente a una recuperación, sí se tenían indicadores que estaban mejorando en relación con lo que se tenía unos meses atrás, especialmente en economías de Asia. Entre ellos, el repunte de la producción y las exportaciones en varias regiones, la mejora en las expectativas de consumidores y firmas, y la normalización en el funcionamiento de los mercados financieros, en que los riesgos interbancarios parecían bastante acotados. En todo caso, se señaló que el escenario internacional aún seguía deteriorándose, lo que era evidente con las cifras recientes de actividad global para el primer trimestre.

Se discutió respecto del empinamiento de las curvas de rendimiento en EE.UU., especialmente en la curva nominal. Se indicó que, conceptualmente, había tres elementos que influían en su trayectoria: i) las perspectivas de inflación y de política monetaria; ii) las necesidades de financiamiento por parte del Fisco; y iii) el apetito por riesgo de los inversionistas. Más allá de esto, no era posible descartar que las medidas de relajamiento cuantitativo que estaba llevando a cabo la Reserva Federal tuviesen un impacto en las tasas de los documentos nominales.

Se discutió acerca del aumento del precio de las materias primas. Se cuestionó cuánto de esto se podía asignar a una mayor demanda y cuánto a especulación financiera. Se señaló que solo en el caso de petróleo se había visto algún aumento en las posiciones largas y en instrumentos vinculados a la trayectoria de su precio. Sin perjuicio de lo anterior, se acotó que, probablemente, una parte de los precios más altos no se podía explicar por fundamentales.

En el ámbito nacional, se discutió respecto de la trayectoria de las tasas de interés de largo plazo. Se indicó que más allá del aumento de las tasas desde febrero, lo que representaba un desafío era explicar el descenso de las tasas hacia fines del 2008 y comienzos del 2009, en medio de la crisis financiera. Una razón que se esgrimió fue que esto habría sido un “vuelo hacia la seguridad” por parte de inversionistas locales, afectando especialmente las tasas reales.

2. Opciones

El Consejo consideró como antecedentes centrales para esta Reunión el panorama de política monetaria contenido en el *Informe de Política Monetaria (IPoM)* de mayo y las noticias coyunturales. Al igual que en el mes pasado, la magnitud de

la reducción estaba principalmente determinada por el punto más bajo del ciclo de tasas que se considerara adecuado para esta coyuntura. La trayectoria para la Tasa de Política Monetaria (TPM) implícita en las proyecciones del *IPoM* la ubicaba entre 0,75 y 1%, lo que era congruente con las opciones planteadas.

Como era habitual, lo anterior se debía complementar con los antecedentes coyunturales. Destacaban tres: i) el escenario global; ii) las noticias locales de actividad e inflación; y iii) los anuncios de financiamiento fiscal. Respecto del primer punto, era indudable que la percepción del mercado había mejorado de modo sustancial en los últimos meses, aspecto que se había consolidado desde la publicación del *IPoM* de mayo. Esto se reflejaba en que, por primera vez en varios trimestres, el panorama de crecimiento global tendía a mejorar, aunque levemente. Además, el alza de los precios de las materias primas iba en la dirección de disipar los temores de deflación, y se consolidaba un escenario de significativos déficit fiscales en el mundo desarrollado. Todo lo anterior contribuía a un importante aumento en las tasas de interés de largo plazo en el mundo.

Las noticias de inflación y crecimiento locales sugerían menores presiones inflacionarias subyacentes para el corto plazo. El anuncio de las medidas de financiamiento fiscal hacía prever posibles efectos desinflationarios adicionales, dados por una apreciación cambiaria o un alza del nivel de las tasas de interés. Estos antecedentes sugerían que un impulso monetario mayor que el contemplado en el *IPoM* podía ser necesario.

Una alternativa para imprimir un impulso monetario superior era una mayor reducción de la TPM, por ejemplo ajustes de 50 ó 75 puntos base en esta Reunión. Esto llevaba a dos consideraciones adicionales: la primera, que el empujamiento de la curva de retorno seguía siendo mayor que lo contemplado en el *IPoM*, por lo que imprimir un sesgo más expansivo a la política monetaria se vinculaba más con las expectativas de la TPM que con su nivel actual; y la segunda se refería a que, debido a las fricciones en los mercados monetarios de corto plazo, niveles muy reducidos de la TPM podían motivar un desplazamiento de la liquidez desde administradores hacia captaciones bancarias directas, pudiendo introducir ruido y volatilidad y amortiguar el potencial efecto expansivo de rebajas más agresivas en la TPM.

Con relación a aspectos comunicacionales o tácticos, en esta ocasión una reducción de 25 puntos base podría ser sorpresiva (dado que una mayoría relevante del mercado esperaba 50 puntos base), principalmente si no se incluía un sesgo en la trayectoria en adelante. Por otro lado, una reducción de 75 puntos base también podría ser sorpresiva. Dados los puntos mencionados

y el mismo reducido nivel que la TPM alcanzaría con una disminución de 50 o de 75 puntos base, no parecía evidente que en dichos casos la inclusión de un sesgo fuera muy informativa.

El conjunto de aspectos anteriores mostraba que, para la comunicación del impulso monetario apropiado para la coyuntura, era necesario poner en la balanza, por un lado, las perspectivas globales más auspiciosas y, por otro, las noticias coyunturales. Era evidente que, si se consideraba que las novedades del mes tenían un componente transitorio (lo que no estaba en las proyecciones de la División Estudios), sería posible validar comunicacionalmente el escenario de política monetaria implícito en los precios de los activos financieros.

Si, por el contrario, se consideraba que el peso de las noticias coyunturales sesgaba la política monetaria hacia una instancia más expansiva, por ejemplo porque se avizoraba un escenario de riesgo de menores presiones inflacionarias, se requería comunicarlo de manera más clara, señalando, por ejemplo, que la TPM se mantendría en un nivel estimulativo por un tiempo más prolongado que el implícito por el mercado.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que el escenario externo mostraba una leve mejora. Algunos Consejeros destacaron que, pese al mejoramiento en el margen de las proyecciones para la economía mundial, la incertidumbre continuaba elevada, los desequilibrios globales seguían latentes y las economías desarrolladas aún eran vulnerables. Un Consejero agregó que una recuperación más temprana y robusta de la economía mundial era, sin duda, un factor que empujaba hacia una trayectoria con mayor inflación futura. Un Consejero añadió que, en todo caso, aunque no ocurrieran deterioros adicionales ni mayores problemas financieros a los ya observados en el último tiempo, no se podía esperar que proviniera un impulso de demanda significativo desde el exterior.

Un Consejero llamó la atención acerca de la evolución de las tasas de largo plazo en Estados Unidos. Agregó que, aunque parte del programa de compra de papeles de largo plazo de la Reserva Federal había pretendido afectar a la baja esas tasas para abaratar el crédito de largo plazo, su lectura era que este no había sido particularmente exitoso. Ello, porque las fuerzas que habían llevado estas tasas al alza se habían ido consolidando, en particular, las mejores perspectivas de crecimiento, el alto nivel del endeudamiento público, los precios de las materias primas y las dudas genuinas respecto de la capacidad de la Reserva

Federal de contraer la cantidad de dinero una vez que la alta demanda por liquidez se redujera. Añadió que la Reserva Federal no estaba profundizando su programa de compras de papeles de largo plazo, y una interpretación de ello era que podría estar validando —al menos en parte— el aumento de las tasas de largo plazo. Un Consejero agregó que, en su opinión, el alza en las tasas de largo plazo en EE.UU. era una señal difícil de interpretar. Por un lado, podía reflejar una cierta normalización de sus niveles y expectativas de una recuperación en adelante, lo que tendría una connotación positiva y, por otro, también podía estar indicando una preocupación por la inflación futura y por la evolución de las cuentas fiscales en los países industrializados, lo que tendría una connotación distinta.

Todos los Consejeros coincidieron en que las cifras de actividad de abril e inflación de mayo daban cuenta de las bajas presiones inflacionarias presentes. Varios Consejeros destacaron que, en todo caso, parecía prematuro extraer conclusiones con la observación de un solo mes, por cuanto existían señales que seguían apoyando la visión de una recuperación de la actividad en el segundo semestre de este año. Algunos Consejeros destacaron que, aunque habría que esperar las cifras de los próximos meses para una evaluación más completa, por el momento se podía deducir que la probabilidad de un cuadro más débil que el anticipado había aumentado. Un Consejero destacó que una parte importante de la caída estimada para la demanda interna en el primer semestre del año se explicaba por la reducción de los inventarios. Ello, agregó, indicaba que esta era una coyuntura en la que el sector corporativo buscaba vender más y comprar menos, generando una contracción anormalmente elevada de la demanda y de la actividad. Resaltó que la magnitud del ajuste actual de inventarios era bastante inusual y que, a su juicio, una vez que culminara el ajuste de las existencias debiera observarse, todo lo demás constante, un repunte significativo en la demanda y la actividad.

Todos los Consejeros destacaron que los mercados financieros internos seguían funcionando con normalidad. Varios Consejeros resaltaron que hasta ahora las rebajas de la TPM se habían transmitido de buena forma a las tasas de colocación, aunque estas aún no reflejaban en plenitud toda la expansividad de la actual política monetaria. Destacaron que persistían primas por riesgo que mantenían las condiciones financieras con ciertos grados de estrechez y que los estándares de crédito seguían siendo, en forma generalizada, más estrictos que en el pasado. Un Consejero agregó que era de esperar que, en la medida que la incertidumbre se fuese despejando y considerando los rezagos habituales, las tasas de colocación continuaran disminuyendo. Un Consejero añadió que, en su opinión, tanto de la revisión de la Encuesta de Expectativas Económicas como de lo implícito en los precios de los activos financieros se derivaba que no se

había incorporado plenamente el mensaje del Banco, respecto de que las tasas de interés permanecerían bajas por un período prolongado de tiempo.

Un Consejero destacó que los precios de muchos activos financieros seguían aumentado, lo que también consolidaba una visión de que la economía se recuperaría en la segunda parte del año. Añadió que, aunque estas cifras eran auspiciosas, debían ser miradas con cautela, ya que una parte de la recuperación podía reflejar la caída de los premios por riesgo desde niveles muy altos y no necesariamente cambios sustanciales en los flujos de caja previstos. Indicó que, lógicamente, la corrección de los premios por riesgo era una condición necesaria para la recuperación, pero su interpretación era distinta si las mejores perspectivas sobre la actividad interna eran las que explicaban los mayores precios de los activos.

Varios Consejeros llamaron la atención sobre el incremento de las tasas de interés de largo plazo en el mercado interno. Destacaron que este coincidía con lo sucedido con sus símiles externas, con el mayor apetito por riesgo y con el importante incremento en la emisión de bonos corporativos. Un Consejero destacó que este aumento de las tasas de interés de largo plazo podría ser interpretado, en parte, como un proceso de normalización, luego de alcanzar niveles bastante bajos a principios de año, pero que, de todos modos, su aumento debía ser monitoreado con atención por sus importantes efectos sobre las decisiones de consumo e inversión.

Todos los Consejeros destacaron que al momento de la reunión aún no era posible extraer conclusiones acabadas acerca de los efectos que tendrían los anuncios de financiamiento del déficit de caja del Fisco, pero que los desarrollos de los mercados financieros debían ser evaluados cuidadosamente. Un Consejero indicó que, en su opinión, los anuncios no debieran afectar la trayectoria de la inflación en el mediano plazo, toda vez que los posibles efectos de los reacomodos de portafolio y la venta de dólares eran transitorios. Un Consejero agregó que, aunque el tipo de cambio se había mantenido relativamente estable y reaccionado con moderación a los anuncios fiscales, era una variable que debía ser vigilada con atención, porque la acumulación de fuerzas apreciativas podría generar presiones desinflacionarias adicionales a las que se proyectaban para los próximos meses. Un Consejero agregó que, en todo caso, creía que no debiera cambiar significativamente el escenario macroeconómico actual.

Respecto del panorama inflacionario, un Consejero indicó que, aunque la inflación anual había continuado descendiendo con bastante rapidez hasta ubicarse en la meta, permanecería allí por corto tiempo. Ello, porque en el escenario más probable seguiría cayendo y se ubicaría hacia fines de año en

niveles muy reducidos, por debajo tanto del rango meta como de lo anticipado con anterioridad. Agregó que había algún grado de incertidumbre respecto del panorama inflacionario futuro, pues existía el riesgo de que la inflación permaneciera en niveles muy bajos por bastante tiempo, lo que tenía implicancias para la política monetaria. Añadió que esta incertidumbre estaba muy presente en los precios de los activos financieros, por lo que era recomendable ser cautelosos al momento de extraer conclusiones a partir de ellos. Un Consejero resaltó que se podía estar enfrentando un escenario en que la inflación sería menor y las holguras mayores que lo considerado en el escenario base del *IPoM*. Añadió que este escenario era particularmente complejo por sus implicancias respecto de la inflación proyectada, lo que se podría ver acentuado por el reciente anuncio del Ministerio de Hacienda sobre el financiamiento del déficit fiscal. Indicó que, en su opinión, incluso de producirse un repunte de la actividad más rápido que lo esperado en los meses venideros, las presiones inflacionarias se mantendrían muy acotadas. Agregó que, aunque no existían riesgos de deflación, sí había riesgos de que la inflación permaneciera en niveles por debajo de la meta más allá del horizonte de política.

Respecto de las opciones de política monetaria planteadas, un Consejero manifestó que si bien una rebaja adicional de la TPM tendría efectos más bien acotados, por cuanto su nivel ya era bastante bajo, se había generado un espacio para proceder a un recorte que debía ser aprovechado. Agregó que, por de pronto, las expectativas de inflación se habían vuelto a ajustar a la baja, lo que, todo lo demás constante, permitía por sí solo justificar una nueva rebaja. Ello se reforzaba si se consideraba que la actividad permanecía bastante débil, las holguras de capacidad se habían ampliado y los riesgos de un panorama algo más adverso habían tendido a aumentar. Añadió que era conveniente reforzar el ajuste tanto de las tasas de largo plazo como de aquellas enfrentadas por los clientes, considerando que subsistía una distancia apreciable entre estas y la TPM. También indicó que era importante señalar que el proceso de relajamiento monetario concluiría prontamente y que la TPM permanecería por un tiempo prolongado en un nivel bajo, y que ello se lograba de mejor forma con un recorte más pronunciado. Finalizó mencionando que una nueva rebaja de la TPM no estaba exenta de riesgos, por cuanto planteaba con mayor intensidad el desafío de conducir adecuadamente el proceso de normalización monetaria que tendría lugar más adelante y sugería algunas preocupaciones sobre el funcionamiento de los mercados monetarios. No obstante, eran riesgos y eventuales costos menores que los que se asumirían si el ajuste monetario propuesto no se materializaba.

Un Consejero señaló que la decisión debía tomarse sobre la base de varios antecedentes. En primer lugar, el nivel mínimo para la TPM que surgía del *IPoM* de mayo, que la ubicaba entre 0,75 y 1%. En segundo lugar, los desarrollos que

han tenido lugar en el plano externo e interno indicaban que la trayectoria futura de la inflación podría ser en el corto plazo algo menor que lo previsto en dicho *IPoM* y, a la vez, algo mayor en el mediano plazo. En su opinión, no era claro que se debiera continuar con el fuerte activismo previo, por cuanto los riesgos para la inflación no estaban claramente sesgados en una dirección, como había sido la norma hasta la reunión pasada. Por ello, consideraba que la política monetaria debía volver a la normalidad, en al menos dos dimensiones: en primer lugar, volviendo a introducir ajustes más graduales de la TPM, lo que permitía acumular más información antes de tomar una decisión, particularmente si ella conducía a una reversión de política; y en segundo lugar, terminando a la brevedad con el ciclo de relajamiento de la TPM, lo que constituía, en su opinión, otra dimensión de normalidad. Considerando ambas dimensiones, se inclinaba por una reducción de 50 puntos base de la TPM, porque una rebaja de 25 puntos base difícilmente podría ser considerada por el mercado como el fin del ciclo de ajuste. Finalizó indicando que una rebaja superior a 50 puntos base le parecía inconveniente, no solo porque sería sorpresiva, sino porque podría inducir un proceso de desintermediación en el mercado de fondos mutuos, creando volatilidad y arriesgando un deterioro de las expectativas de los agentes económicos.

Un Consejero hizo presente que había razones para seguir bajando la TPM a niveles similares a los estimados en el *IPoM*. Añadió que se podría pensar en un nivel aún más bajo, pero dadas las incertidumbres sobre su potencial impacto en el mercado monetario, era prudente cierta gradualidad y observar cómo el mercado absorbería esta baja antes de proceder a un último recorte en el futuro.

Respecto del sesgo futuro de la política monetaria, un Consejero indicó que la coyuntura actual requería, como lo había venido planteando el Banco, de una política monetaria excepcionalmente expansiva para alcanzar la meta de inflación de 3% en el horizonte de dos años. Ello implicaba, en su opinión, que para cumplir con la meta de inflación, en el escenario más probable sería necesario mantener una TPM baja durante un período más prolongado que el que preveía el mercado.

Un Consejero manifestó que creía prudente señalar claramente que el Banco estimaba que la TPM permanecería baja por más tiempo que el implícito en la curva *forward*, la que tenía una trayectoria de tasas más elevada que la necesaria para cumplir con la meta de inflación. Añadió que, aunque las tasas de interés de largo plazo podían ser coherentes con sus fundamentales, no lo eran con lo que el Banco estimaba era la trayectoria más probable de la TPM. Prosiguió mencionando que, dada la evolución del panorama macroeconómico y, en

especial, la trayectoria esperada de la inflación, era necesario proveer de mayor estímulo al nivel de la TPM. Si bien ello no se podía hacer comprometiendo *ex-ante* la trayectoria de la TPM, sí se podía hacer indicando cuál sería su evolución futura más probable, de modo de ser coherente con la meta de inflación.

Un Consejero mencionó que creía importante reconocer que la TPM podía seguir bajando, especialmente porque le era difícil justificar un anuncio acerca de que el estímulo permanecería por un tiempo más prolongado si aún no se estaba en dicho mínimo. Indicó que la evidencia internacional, así como los antecedentes que se habían recopilado en el Banco, indicarían que este mínimo estaba más cerca de 0,5%. Agregó que, obviamente, había razones de peso para justificar que el acercamiento a ese nivel no se diera de una vez, sino gradualmente. Con todo, indicó que, a su juicio, se debía afectar primero el nivel de la TPM y cuando dicho proceso hubiese concluido se podía seguir con un impulso prolongado para afectar toda la estructura de tasas de interés.

Un Consejero señaló que creía que se justificaba una nueva rebaja de la TPM en esta reunión y una eliminación del sesgo, dando fin al proceso de bajas. Añadió que existía una cierta distancia entre la trayectoria de la TPM implícita en el *IPoM* de mayo y la trayectoria de tasas del mercado. Sin embargo, indicó, la incertidumbre respecto de la actividad, las expectativas de inflación y los precios de las materias primas impedían ver con claridad todavía cuál de estas dos trayectorias debiera tender a corregirse. Agregó que las estimaciones internas sugerían que las tasas de interés de largo plazo eran coherentes con sus fundamentales, y no era obvio bajo qué condiciones estos *benchmark* serían incoherentes con la convergencia de la inflación a 3%. En otras palabras, finalizó, si las tasas de largo plazo coherentes con la convergencia de la inflación a 3% eran significativamente menores que las implícitas en una ecuación de arbitraje, entonces los niveles de tipo de cambio de equilibrio *spot* eran mayores, con implicancias distintas sobre la evolución de los precios.

4. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente, señor De Gregorio; del Vicepresidente, señor Desormeaux; y de los Consejeros señores Marfán, Marshall y Claro, reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 0,75% anual.