

Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 2009

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°142, celebrada el 13 de agosto de 2009

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

Asiste el Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco Brañas.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; 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 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 respecto de la dispersión de las proyecciones de crecimiento mundial, especialmente para el 2010, y si a partir de ellas podía interpretarse que la economía global estaba retomado su crecimiento de tendencia. Se acotó que, en general, varias instituciones estaban efectuando correcciones a la baja del PIB de tendencia, debido a los efectos sobre el stock de capital y la menor inversión producto de la crisis financiera. Ello, porque condiciones crediticias más restrictivas llevaban a una asignación de recursos menos eficiente y a una disminución de la productividad laboral si el desempleo se extendía por un período prolongado.

Se debatió respecto del empinamiento de la curva de rendimiento. Se indicó que este era un fenómeno que se intensificaba en economías en que las autoridades habían adoptado políticas monetarias especialmente agresivas en cuanto a su expansividad. Se señaló que, en Chile, la curva se había inclinado aún más en el último mes, por un descenso de las tasas de interés de los bonos a dos años.

En lo interno, se discutió respecto de los indicadores parciales del tercer trimestre. Se planteó que la trayectoria de las importaciones de bienes de consumo no era muy determinante en clarificar si se estaba o no frente a una reactivación de la demanda, pues su incremento podía responder tanto a una recuperación de inventarios como a un repunte del consumo.

Se analizaron las tasas de interés cobradas por la banca. Se informó que habían disminuido respecto del máximo de fines del 2008 y comienzos del 2009, dado que se habían disipado algunos riesgos, como el de fondeo y de refinanciamiento externo a los bancos. Sin embargo, se mencionó que ahora la banca enfrentaba otros riesgos, más asociados a la evolución del ciclo local.

2. Opciones

El Consejo consideró que, debido a que las decisiones de la reunión pasada no tenían implícita una estrategia de relajamiento monetario posterior, los antecedentes centrales para la decisión de esta reunión eran: primero, la evaluación de las perspectivas de mediano plazo a partir de las noticias coyunturales y sus riesgos; y segundo, la evaluación de las condiciones financieras y crediticias luego de las medidas del mes pasado. Dado lo anterior, el Consejo estimó que las opciones más plausibles para esta reunión eran la mantención de la actual instancia de política monetaria o su eventual ampliación.

Respecto del primer antecedente, las noticias coyunturales apuntaban en diversas direcciones. Por un lado, claramente los antecedentes de actividad y demanda habían sido algo mejores que lo anticipado y seguían mostrando una detención del deterioro e, incluso, algunos indicadores de consumo e inversión exhibían un repunte. Aunque ello no era una condición suficiente para volver a plantear un escenario similar, por ejemplo, al del *Informe de Política Monetaria* (IPoM), sí era claro que el segundo trimestre habría marcado un punto de inflexión en la evolución de la actividad. En el caso de la demanda, aunque existían aspectos específicos que explicaban algunas cifras con repuntes relevantes, como las importaciones de bienes de capital, sí se apreciaba desde hace algunos meses un mayor nivel en los componentes de la demanda final, como las ventas de viviendas nuevas y las compras de bienes durables. Aunque las cifras de desempleo seguían elevadas, la caída de la ocupación también parecía amainar.

Por otro lado, la información de precios seguía dando cuenta de un entorno de presiones de precios contenidas. Los salarios nominales no habían mostrado por ahora una desaceleración relevante, aunque sí se apreciaban cifras reducidas en las medidas subyacentes de inflación. Algunos ítems, como el vestuario, habían tenido caídas notorias, pero el débil desempeño de los precios era un fenómeno bastante extendido en el IPC.

Respecto del segundo punto relevante, las condiciones financieras y crediticias vigentes, era pertinente analizarlo desde varios ángulos. Por una parte, las expectativas sobre la trayectoria de la Tasa de Política Monetaria (TPM) a plazos de entre uno y dos años habían tenido una reducción, del orden de 100 a 125 puntos base, respecto de la reunión pasada. Como siempre, la evaluación de la coherencia entre esta trayectoria y el cumplimiento de la meta de inflación se podría hacer con mayor detenimiento en el IPoM de septiembre.

Por otro lado, estaba el tema del riesgo crediticio que, por sobre la trayectoria esperada para la TPM, afectaba las condiciones, el acceso y el costo del crédito de los clientes del sistema financiero. En este ámbito, diversos indicadores de riesgo de fondeo externo de la banca, de riesgo financiero global y de riesgo crediticio de la República habían tenido significativas reducciones en los últimos meses. Ello, junto con el relajamiento de la política monetaria, había contribuido a reducir las tasas de colocación desde principios de año. Sin embargo, la materialización de mayores niveles de riesgo de crédito local asociados al ciclo económico, junto con un entorno global de reducción de la exposición crediticia a clientes más riesgosos, redundaba en que las primas presentaran cierta fricción a reducirse en algunos segmentos, y a que las condiciones de acceso y los estándares de otorgamiento fueran más restrictivos que hace algunos años.

Era difícil determinar si estas tendencias respondían a la dinámica normal del ciclo de crédito.

Las acciones concretas de política monetaria, para mantener la instancia o para aumentarla, debían evaluarse desde varios ángulos. Ello, porque la TPM estaba en su nivel mínimo. La implementación de la decisión de mantener la instancia actual era coherente con continuar operando con la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) en los lapsos ya anunciados. Una reducción de estos sería coherente con una reducción del estímulo monetario y no con su mantención, lo que no parecía estar dentro de las opciones de política monetaria congruentes con el escenario macroeconómico actual. Además, constituiría una decisión difícil de explicar, dada la evaluación que se tiene de los riesgos para la inflación y la comunicación de que el nivel mínimo de la TPM se mantendría por un tiempo prolongado.

Respecto de posibles medidas para incrementar el estímulo monetario, estas podían implementarse de varias formas. Por ejemplo, una ampliación de los plazos en los que se realizaban las medidas complementarias de política, implementando la FLAP a más de seis meses. Ello no implicaba necesariamente que se hiciera al mismo nivel que la TPM actual o con la frecuencia semanal con que se realizaba en ese momento. Otro ejemplo sería ejecutar un programa de recompra de papeles del Banco Central a plazos de dos años o más. Finalmente, no se podían descartar medidas de intervención cambiaria si se materializaba una situación excepcional en dicho mercado.

En caso de que se requiriera, la selección de instrumentos para implementar una política monetaria más estimulativa que la actual debía equilibrar cuidadosamente la precisión de la señal de tasas que se deseaba entregar al mercado con la conveniencia de mantener grados de flexibilidad suficientes, así como ser coherentes con el esquema de metas de inflación y de flexibilidad cambiaria. La calibración de eventuales medidas adicionales debía considerar, como es habitual en política monetaria, la ocurrencia de escenarios alternativos de desalineamiento de las expectativas de inflación, los que podían ser muy costosos para la economía.

Como era habitual, había aspectos tácticos relevantes para la decisión. La generalidad del mercado no esperaba nuevas medidas complementarias de política monetaria, tomando en cuenta que mantener la vigencia de la FLAP a 180 días era coherente con mantener el estímulo monetario. Por otro lado, el conjunto de medidas complementarias posibles mencionadas no se alejaban del tipo de opciones que diversos analistas consideraban, por lo que la adopción de medidas adicionales no sería totalmente sorpresiva.

Finalmente, se debía tomar en cuenta que las medidas ya adoptadas no tenían contemplado un sesgo explícito, en el sentido de que se profundizarían en reuniones posteriores. Era posible, además, que parte de las primas por riesgo implícitas en la intermediación crediticia estuviera influida por la genuina incertidumbre macroeconómica de los últimos meses. Parte de esa incertidumbre podía vincularse a expectativas de nuevas medidas de política monetaria. Estas consideraciones, además del hecho de que en poco tiempo más se elaboraría el IPoM de septiembre y se podría comunicar de manera más precisa el rumbo de la política monetaria, debían sopesarse con la eventual necesidad de implementar medidas adicionales en esta reunión. En términos comunicacionales, también era factible incorporar dentro del comunicado la posibilidad de nuevas medidas, en caso de que se percibiera que la inflación se mantendría baja por un período excesivamente prolongado.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que el cuadro macroeconómico había evolucionado en línea con lo anticipado y en que se reafirmaba la necesidad de un fuerte estímulo monetario. Destacaron también que las noticias más recientes sobre la inflación indicaban que las presiones de precios se mantenían contenidas, y las perspectivas de corto plazo sugerían que a fines de este año la inflación anual sería negativa. A mediano plazo, agregaron, las medidas de expectativas de inflación daban cuenta de un panorama de estabilidad de la inflación en torno a la meta.

Todos los Consejeros concordaron en que los datos recientes iban conformando, a grandes rasgos, un perfil de actividad de mayor estabilidad durante el segundo trimestre y con expectativas de recuperación durante el segundo semestre. No obstante, agregaron que se debía mantener la cautela, reconociendo que las condiciones generales continuaban marcadas por la fuerte contracción de la demanda desencadenada a partir del cuarto trimestre de año pasado. Un Consejero destacó la consolidación en la mejora de las expectativas respecto de la evolución de la economía, toda vez que la mayor incertidumbre en su momento fue identificada como una de las principales causas de la contracción de la actividad entre octubre y abril. Un Consejero recalcó que comenzaba a visualizarse un punto de inflexión en la actividad interna, reflejado en mejores perspectivas de crecimiento para el segundo semestre del 2009 y para el 2010.

Todos los Consejeros destacaron que en el plano externo las cifras de actividad también comenzaban a entregar señales de estabilización, con perspectivas de crecimiento que se revisaban marginalmente al alza, incrementos en las

bolsas y en los precios de las materias primas. Un Consejero señaló que, a su juicio, de los antecedentes del escenario internacional surgía un cuadro de una recuperación más rápida y coordinada que la implícita en las proyecciones de consenso. Un Consejero recordó que, en todo caso, la economía mundial seguía en una condición de debilidad y deterioro, sin cambios sustanciales. Agregó este Consejero que persistían los problemas no resueltos y los riesgos, si bien se habían acotado, aún eran más bien altos. Acerca de los precios de las materias primas, un Consejero llamó la atención por la alta incertidumbre que ello involucraba tanto por su impacto inflacionario directo como por su impacto cambiario. Ello, por cuanto su aumento daba cuenta de una demanda mundial activa, lo que planteaba varias inquietudes respecto de su evolución futura una vez que la actividad mundial retomara una senda más fuerte de expansión. Un Consejero argumentó que las perspectivas de inflación de mediano plazo estaban bien contenidas y que, a pesar de que el alza de los precios de las materias primas podría resultar en algún aumento de la inflación, la desviación respecto de la meta, así como las holguras de capacidad, no daban indicios de riesgos significativos a un alza indeseada de la inflación.

Respecto del funcionamiento del mercado financiero local, un Consejero indicó que la principal inquietud que motivó la implementación de la FLAP, los altos *spreads* en las tasas de interés corto plazo, se había corregido. Las tasas de los documentos del Banco Central y las de captación de la banca, especialmente en el tramo corto, habían tenido caídas sustanciales. Las tasas de largo plazo, tanto en pesos como en UF, continuaban en niveles bastante bajos, y no se observaban comportamientos anómalos en el mercado de renta fija.

Un Consejero manifestó que las tasas de interés que la banca cobraba en sus operaciones con el público habían bajado respecto de los altos niveles alcanzados a fines del año pasado, pero que la política monetaria parecía estar teniendo algunas trabas para ejercer todo el estímulo requerido en estas circunstancias. Primero, porque el riesgo de crédito percibido por los bancos, determinado por consideraciones de corto más que de mediano o largo plazo, había puesto limitaciones al descenso de las tasas activas. Segundo, porque en algunos segmentos, como el de los créditos de consumo, las tasas activas estaban afectadas por costos o márgenes de intermediación altos y, además, insensibles a la política monetaria. Y tercero, porque la demanda de crédito, especialmente de parte de los hogares, seguía muy contenida por factores de confianza y expectativas. Agregó que, en esos momentos, el principal desafío era lograr un adecuado traspaso de las nuevas condiciones monetarias al público general. En su opinión, parte de la tarea había sido hecha, como lo demostraban las cifras, pero quedaba otra parte por hacer. Añadió que para que este proceso continuara era clave generar condiciones, a fin de que los riesgos y la incertidumbre

percibidos por los bancos disminuyeran. A su juicio, las medidas contenidas en la Iniciativa Pro Crédito, anunciada por el Ministerio de Hacienda en marzo pasado, habían hecho una valiosa contribución en ese sentido. Acotó que, en el cuadro que se enfrentaba, mucho ayudaría si el riesgo de crédito de las nuevas operaciones era evaluado con el correcto horizonte temporal, que, por cierto, iba más allá del muy corto plazo. También indicó que le parecía importante reducir la preocupación por cambios normativos o de las reglas de juego que podrían tener impacto sobre los márgenes de intermediación y los resultados durante la fase del ciclo actual.

Un Consejero señaló que las medidas complementarias adoptadas en julio estaban logrando alinear los precios de los activos financieros con las perspectivas de una tasa de política monetaria en su mínimo por un tiempo prolongado. Ello, porque se había visto una importante caída en la curva de retorno, en particular en los tramos de hasta dos años, pero también en los papeles nominales a todos los plazos. Agregó que, en su opinión, esto debería permitir relajar las condiciones financieras por la vía de reducciones adicionales en el costo del crédito, y que este se debería reducir, además, en la medida que la incertidumbre se disipara y las primas por riesgo descendieran, permitiendo una expansión de la oferta de crédito.

Respecto de la decisión de mantener el estímulo monetario o incrementarlo, un Consejero planteó que los antecedentes del último mes confirmaban la percepción de que la tasa de política debía mantenerse en su nivel mínimo, por lo que el Consejo debía insistir en que permanecería en ese nivel por un tiempo prolongado. A su juicio, esto aseguraba que la inflación aumentara gradualmente a 3% en un horizonte de dos años. Agregó que había un amplio espacio para la recuperación de la economía en el contexto de una política monetaria muy expansiva. Finalizó indicando que no podía descartar que, en la medida que aumentaran los riesgos de que la inflación se quedara un tiempo excesivo bajo la meta, las medidas complementarias de política monetaria pudieran profundizarse a futuro. Sin embargo, añadió, después de siete meses de continuo relajamiento monetario, le parecía prudente no modificar el estímulo monetario, que en el escenario más probable se mantendría así por varios trimestres.

Un Consejero manifestó que las acciones de política adoptadas en la última reunión se habían validado y que lo que correspondía en esta oportunidad era reafirmarlas. Ello, acotó, comprendía tanto la decisión para el nivel de la TPM como las medidas complementarias. Agregó que no descartaba la posibilidad de introducir nuevas medidas, especialmente si apuntaban a perfeccionar o ampliar las ya implementadas, como, por ejemplo, la extensión hasta un año del plazo para las operaciones que se efectuaban en el marco de la FLAP. Indicó

que, sin embargo, se inclinaba por no innovar en esa reunión, considerando que, en lo fundamental, se habían desplegado las acciones requeridas para un escenario como el que se enfrentaba y que los efectos perseguidos con las medidas adoptadas se estaban materializando. Añadió que le parecía conveniente contar, además, con una adecuada evaluación sobre los efectos de las medidas en aplicación, antes de introducir ajustes o cambios, pero que ello suponía necesariamente cierta perspectiva temporal. Finalizó indicando que, a su juicio, la consideración y evaluación de nuevas medidas debería darse conjuntamente con la revisión del escenario base, a partir de un nuevo ejercicio de proyecciones, lo que ocurriría con motivo de la preparación del IPOM de septiembre.

Un Consejero indicó que la principal novedad del mes era que el panorama tendía a estabilizarse en niveles similares a los esperados y coherentes con el impulso monetario actual. Por ello, en su opinión, la principal señal que debía entregarse era de tranquilidad y normalidad. Agregó que, dada la alta incertidumbre, era importante recalcar el mensaje de que las tasas se mantendrían bajas por un tiempo prolongado.

Un Consejero señaló que, en su opinión, la crisis había entrado en un punto de inflexión tanto en el plano externo como interno. Por ello, una opción natural era la de esperar, de modo de tener más tiempo para evaluar el cambio del entorno macroeconómico, así como los efectos de las medidas ya adoptadas. Ello, agregó, adquiriría mayor sentido si se consideraba que la elaboración del IPOM de septiembre daría una oportunidad para evaluar con mayor precisión el impacto de estos elementos sobre la inflación proyectada.

4. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Desormeaux y los Consejeros señores Marshall y Claro, mantener tanto la tasa de interés de política monetaria en 0,5% anual como las medidas complementarias de política monetaria. Las acciones complementarias son: i) el establecimiento de una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP), que proveerá financiamiento a las empresas bancarias a 90 y 180 días al nivel vigente de la TPM; ii) el ajuste al plan de emisiones de Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) a plazos menores de un año; y iii) la suspensión, por todo lo que resta del 2009, de la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año, correspondientes a Bonos Nominales del Banco Central a 2 años (BCP-2) y Pagarés Descontables del Banco Central a 1 año (PDBC-360).