

# Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2009

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°145, celebrada el 13 de octubre 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 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 Álvarez Vallejos; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Igal Magendzo Weinberger; 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 comentario de los antecedentes

En el ámbito internacional, se discutió acerca de la interpretación que se le podía dar a las cifras recientes del mercado inmobiliario en Estados Unidos. Se señaló que parte de la reversión que se observaba en el margen en los precios de las viviendas podía ser producto del programa de estímulo para la compra de viviendas nuevas, que terminaba en noviembre. Se agregó que en el caso de las propiedades comerciales, una de las principales empresas involucradas en este negocio había entrado en proceso de quiebra en los días previos a la Reunión, por lo que se abrían interrogantes acerca del real estado de este sector.

En el escenario nacional, se debatió acerca del efecto que estaban teniendo los cambios metodológicos introducidos en la medición del IPC. Se indicó que, a diferencia de cambios previos en la canasta del IPC, la modificación actual no había provocado diferencias relevantes en el ítem de alimentos, puesto que la canasta anterior del IPC, la de 1998, ya había realizado un ajuste para el cálculo de este ítem, consistente en la utilización de medias geométricas. Se añadió que, en consecuencia, los mayores efectos del cambio metodológico se daban en ítems como el vestuario y el precio de los automóviles.

Se discutió acerca de la evolución reciente de la paridad peso/dólar, en especial respecto de su depreciación, a diferencia de lo que ocurría con otras monedas de economías emergentes. Se mencionó que existían algunas hipótesis de mercado que apuntaban a la presencia de operaciones de *carry trade*, las que, no obstante, se habían revertido parcialmente, una vez que se había perdido la correlación entre el peso y el real. Se hizo presente que la sostenibilidad de este tipo de operaciones también dependía de cuáles fueran las perspectivas para la política monetaria, tanto en Chile como en el extranjero. Al respecto, se indicó que, aunque las expectativas de mercado para la TPM mostraban aumentos mayores y más pronto en el caso de Chile, era posible que el mismo tipo de expectativas en otras economías reflejara un empinamiento aún mayor de la curva forward de tasas en moneda local.

### 2. Opciones

Debido a la reciente divulgación del *Informe de Política Monetaria* (IPoM), las opciones de esta ocasión consideraban dos aspectos. En primer lugar, una evaluación de si las noticias coyunturales modificaban de manera relevante la trayectoria implícita para la Tasa de Política Monetaria (TPM) en el IPoM. En segundo lugar, cómo el mercado podía internalizar la decisión de esta Reunión y los riesgos asociados.

Respecto del primer tema, se podría argumentar que, aunque en magnitudes acotadas, el escenario macroeconómico era ligeramente más positivo que el evaluado en el IPoM. Las noticias por el lado inflacionario eran ambivalentes. Aunque, en adelante la inflación subyacente se ubicaba algo por encima de lo previsto, la inflación total estaba por debajo. Estos cambios también eran de magnitudes menores. Las expectativas inflacionarias se mantenían en torno a la meta de inflación a plazos medianos y se habían acercado a la trayectoria prevista en el IPoM. El tipo de cambio real estaba en un nivel más alto que el vigente al momento de elaborar el IPoM, del orden de 3%, lo que por sí solo debería tener efectos inflacionarios acotados si se consideraba su convergencia a niveles congruentes de largo plazo.

Así, las noticias coyunturales parecían insuficientes para alterar el panorama de política monetaria considerado en el IPoM. Esto, en el sentido de mantener un estímulo monetario prolongado y contemplar un aumento de la TPM hacia el segundo trimestre del próximo año. En otras palabras, las noticias coyunturales de actividad e inflación no eran suficientes como para adelantar el inicio del proceso de normalización de la TPM para, por ejemplo, fines de este año o el primer trimestre del próximo.

Lo anterior llevaba a la segunda consideración para las opciones de esta Reunión. Desde la Reunión pasada, la estructura de tasas de interés se había levantado de manera significativa. La curva *forward* se ubicaba, a 24 meses plazo, en torno a 100 puntos base por encima de la trayectoria observada en la Reunión anterior. Esta última era la que se había considerado congruente con el escenario del IPoM. Los precios de los activos financieros estaban internalizando un escenario más positivo, del cual, a su vez, se podía deducir una política monetaria que iniciaría una normalización más rápida que la implícita en el IPoM. Esto es, hacia principios del primer trimestre del 2010.

Las decisiones que se adoptaran en esta Reunión debían, por tanto, considerar este contexto. Validar un escenario de política monetaria como el del mercado implicaría considerar que las perspectivas inflacionarias y las de crecimiento requerían de un retiro del estímulo monetario más adelantado que el considerado previamente. La evaluación interna de los antecedentes coyunturales no permitía llegar a dicha conclusión. Existían, por supuesto, escenarios de riesgo que podían llevar a una trayectoria como la implícita según el mercado, pero no era evidente que los riesgos estuvieran totalmente sesgados en esa dirección. A nivel global, las perspectivas de crecimiento no estaban totalmente asentadas, debido al aún inconcluso proceso de reestructuración financiera, de desapalancamiento en el mundo desarrollado y de rebalanceo de la economía global. Como en otras ocasiones, era útil considerar la decisión de política en el contexto de los riesgos asociados.

Como era habitual, existían consideraciones estratégicas y de comunicación. Se debía tomar en cuenta que la implementación de medidas no convencionales había buscado reafirmar en el mercado la percepción de que la política monetaria iba a ser estimulativa por un tiempo prolongado, lo que se logró al alinear los precios de los activos financieros con la trayectoria que se consideraba adecuada. Por ello, su modificación dependía de si se consideraba o no que el escenario del IPoM seguía siendo válido. De serlo, la opción más plausible era mantener la TPM en su nivel actual y continuar aplicando las medidas complementarias adoptadas en julio.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros coincidieron en que las cifras coyunturales más recientes se enmarcaban dentro del panorama macroeconómico delineado en el IPoM de septiembre y las implicancias de él para la política monetaria seguían siendo plenamente válidas. Agregaron que las cifras de actividad del mes eran coherentes con el escenario de recuperación de la actividad y que la inflación de septiembre había sorprendido al mercado, pero estaba dentro del rango previsto en el IPoM y no alteraba el panorama de corto y mediano plazo para esta variable. Un Consejero indicó que los antecedentes recientes para la actividad podían justificar una revisión al alza en las proyecciones de crecimiento local para el segundo semestre del año, lo que consolidaría una recuperación algo más rápida que la prevista en el IPoM. Sin embargo, añadió que una buena parte de esa revisión correspondía a sectores de oferta, los que no tenían relevancia práctica para las brechas de capacidad que determinaban la trayectoria de la inflación.

Todos los Consejeros llamaron la atención sobre el empinamiento que había tenido la curva *forward* para la TPM en el último mes. Un Consejero manifestó que de ello se desprendía que el mercado estaba internalizando un escenario más positivo que el del IPoM, con una normalización más temprana de la TPM, para comienzos del primer trimestre de 2010. Un Consejero señaló que este empinamiento de la *forward* daba cuenta de un cambio en las expectativas privadas que no era coherente con el análisis del Banco de la información reciente. Un Consejero destacó que esta reacción de las tasas de interés era producto, tal vez, de un cierto optimismo en el sector privado. No obstante, le parecía que el ajuste de las proyecciones privadas no era más que un acercamiento a lo planteado en el IPoM, en cuanto a que la economía crecería entre 4,5 y 5,5% el próximo año, con una inflación contenida y una política monetaria expansiva que mantendría el actual nivel de la TPM por varios meses más.

Un Consejero expresó que, en su opinión, la mayor novedad de la cifra de

inflación era la reafirmación de la volatilidad en las mediciones mes a mes que se había introducido por los cambios metodológicos al índice. Ello, indicó, agregaba una fuente de incertidumbre sobre la evolución futura de esta variable. A mediano plazo, prosiguió, estos efectos desaparecían y solo quedarían los determinantes fundamentales de la inflación, pero era importante enfatizar que al menos una parte de su caída reflejaba cambios puntuales y la reversión de estos efectos, o sorpresas positivas, no se podía descartar. Para finalizar, indicó que ello era importante considerarlo para no dar lecturas equivocadas a la información.

Algunos Consejeros manifestaron su preocupación por la evolución de los salarios, puesto que creían que no habían dado muestras de un ajuste coherente con el ciclo, lo que podía dificultar la recuperación del empleo, y eventualmente ser una fuente de presiones de costos indeseada.

Algunos Consejeros destacaron que el dólar estadounidense había seguido depreciándose respecto de la mayoría de las monedas del mundo, siendo el peso chileno una de las excepciones. Un Consejero apuntó que el tipo de cambio real chileno ya superaba, aunque marginalmente, el nivel que se estimaba compatible con sus fundamentales de largo plazo. Hizo presente que el tipo de cambio *forward* sugería que se trataría de un fenómeno transitorio, que debiera corregirse en un plazo relativamente breve, aun en el escenario base en que la TPM se mantendría en su nivel actual durante un tiempo prolongado.

Varios Consejeros llamaron la atención sobre la incertidumbre que todavía subyacía en las proyecciones de crecimiento mundial de mediano plazo. Un Consejero mencionó que muchos elementos apuntaban a una recuperación relativamente lenta después del rebote inicial. Entre ellos destacó las dudas sobre la posición de los bancos después de la crisis, el sobre-endeudamiento de los hogares en Estados Unidos, las inquietudes acerca de la posición fiscal de esa economía y la evolución del dólar, así como la incapacidad de los países en desarrollo con altos niveles de ahorro para compensar la caída en el consumo en Estados Unidos. Un Consejero destacó que las expectativas de crecimiento para Estados Unidos mantenían una distribución claramente bimodal, donde la proyección del escenario base del IPoM seguía ubicándose en un punto intermedio entre esas dos modas. Añadió que la última proyección del Fondo Monetario Internacional estaba claramente en el hemisferio menos optimista, dando cuenta de que los principales desequilibrios globales no habían terminado de corregirse. Todo ello, agregó, apuntaba a que los escenarios de riesgo de la economía internacional seguían siendo los analizados en el último IPoM. Un Consejero agregó que, en su opinión, la economía y las finanzas globales aún mostraban fragilidad. Actores económicos relevantes seguían enfrentando

restricciones en sus respectivos balances; la banca, además de problemas estructurales, enfrentaba el deterioro de cartera propio de un ciclo bajista; el mercado de títulos securitizados, importante proveedor de crédito, permanecía todavía bastante cerrado; las reformas financieras avanzaban lentamente, lo que mantenía la incertidumbre respecto del marco regulatorio que debería enfrentar la industria bancaria en los próximos años; y los desequilibrios globales seguían generando amenazas sobre el comercio y las finanzas a nivel mundial. Indicó, además, que como las políticas de estímulo habían sido claves en la recuperación, existía preocupación por la forma y la secuencia con que estos estímulos serían retirados y por sus efectos económicos y financieros.

Un Consejero destacó que tanto la evolución de los precios de los activos como el contexto internacional sugerían que había riesgos relevantes de que la inflación permaneciera baja más allá de lo deseable. Esto, agregó, podía tener consecuencias negativas sobre la evolución de las expectativas inflacionarias y la efectividad de la política monetaria cuando la TPM ya había alcanzado su nivel mínimo. Manifestó que, a pesar de las positivas señales de la economía mundial, en términos que se habría entrado en una fase de recuperación, aún existían indicadores de fragilidad, en particular porque parte importante del incremento de la demanda estaba ocurriendo por la vía de un aumento de los inventarios, porque aún debía continuar el desapalancamiento y por la estrechez de la demanda, en circunstancias que la capacidad de mantener y profundizar los estímulos monetarios y fiscales, en caso de ser necesario, era limitada. Por ello, añadió que un deterioro del pausado proceso de recuperación que se prevé para la economía podría tener repercusiones adversas sobre las perspectivas de actividad e inflación.

Varios Consejeros resaltaron que las condiciones financieras comenzaban a evidenciar una mejora en el margen. Un Consejero destacó el hecho que el crédito bancario seguía debilitado, aunque algunos componentes mostraban un repunte en el margen, y que las tasas de interés registraban movimientos mixtos. Ello, agregó, sugería que el traspaso de la rebaja de la TPM, en su parte principal, podría haber concluido. Señaló que creía que existía espacio para nuevos recortes en las tasas de interés, porque los márgenes permanecían en niveles relativamente altos, pero que los ajustes en adelante estarían condicionados a que se afirmara la recuperación y se redujera el riesgo de crédito. Un Consejero hizo presente que algunos *spreads* entre las tasas de interés de colocación y captación del mercado interno habían seguido normalizándose, pero que había otros que se mantenían por sobre sus promedios históricos. En su opinión, esto daba cuenta de que el traspaso de la TPM hacia las tasas de colocación todavía tenía elementos pendientes.

Respecto de la decisión sobre el estímulo monetario, todos los Consejeros concordaron en que la evolución del escenario macroeconómico resultaba, en general, bastante en línea con lo anticipado. Además, coincidieron en que las noticias más recientes podían indicar algún tono de mayor optimismo, pero que lo prudente era continuar con la estrategia de política monetaria actual, de mantener la tasa en su nivel mínimo por un tiempo prolongado.

Un Consejero indicó que se debía reafirmar la mantención prolongada del estímulo monetario más allá del ajuste observado en la curva de expectativas de mercado. Agregó que el proceso de normalización de la política monetaria debía tomar en cuenta varios factores. Por un lado, que los compromisos en relación con la trayectoria de la TPM no constituían una restricción absoluta para las decisiones, pero que cualquier cambio debía estar muy bien fundamentado y responder a un cuidadoso análisis de costos y beneficios. Por otro, que mientras la recuperación de la economía aún sea frágil, la política monetaria debería calibrar cuidadosamente sus pasos, porque los riesgos de adelantarse eran altos y, en ningún caso, menores que los riesgos de incurrir en un eventual atraso, que siempre podía ser corregido con prontitud. Por último, mencionó que el retiro del estímulo monetario debía guardar relación con los ajustes en las condiciones financieras y crediticias impuestas por los mercados y enfrentadas por las personas y empresas. Mientras esas condiciones permanecieran en niveles más bien restrictivos, por consideraciones de riesgo de crédito, el retiro del estímulo monetario podía resultar prematuro. Añadió que no estaba de más recordar que, después de pasar por un ciclo bajista, la oferta de crédito de los bancos reaccionaba por lo general con un cierto rezago frente a cambios en las condiciones macroeconómicas.

Algunos Consejeros señalaron que las implicancias de política del escenario base del IPoM seguían siendo válidas. Esto era que la TPM debería mantenerse en su nivel actual durante un período prolongado y comenzar un proceso lento de normalización hacia el segundo trimestre del próximo año.

Un Consejero hizo presente que las noticias coyunturales de actividad e inflación no eran suficientes para adelantar el inicio del proceso de normalización de la TPM previsto en el IPoM. Por ello, la decisión debía tomarse considerando los riesgos asociados a seguir la estrategia definida en el IPoM o considerar la que se deducía de las actuales expectativas de mercado. Agregó que, a su juicio, en caso de consolidarse el escenario optimista, el propio mercado contribuiría a reducir el estímulo monetario, lo que podía ser complementado posteriormente con una política monetaria más agresiva. En cambio, continuó, si dicho escenario optimista no se materializaba, un retiro prematuro del estímulo monetario podía ser particularmente costoso, puesto que obligaría a una temprana reversión de política.

Un Consejero indicó que, aunque la magnitud y persistencia del empinamiento de la estructura de tasas nominales aún no daba cuenta de una menor expansividad de la política monetaria, de mantenerse en el tiempo esta no sería coherente con el impulso requerido para que la inflación volviera a la meta de 3% en un lapso de 24 meses. Añadió que, de acuerdo con los precios de los activos financieros, el mercado espera que el estímulo monetario comience a ser retirado anticipadamente, lo que, de acuerdo con las proyecciones del Banco, no es coherente con las cifras recientes. Por ello, señaló que era de particular importancia enfatizar el mensaje de mantención prolongada de la actual tasa de política monetaria, la que había sido complementada con medidas de política monetaria no convencionales.

Un Consejero agregó que, en su opinión, el validar o no las expectativas privadas constituía una opción solo cuando existían consideraciones de tipo táctico, donde los elementos fundamentales no daban una alternativa clara de política. Por ello, darle validez a estas expectativas en las circunstancias actuales resultaba contraproducente, tanto por razones fundamentales como por razones tácticas. En lo fundamental, prosiguió, porque es sabido que si la política monetaria con metas de inflación se construye a partir de las expectativas privadas y no de las proyecciones de la autoridad, no existe un equilibrio al que se pueda converger. En lo táctico, porque no había elementos de error de tipo dos; es decir, no existían elementos que dieran cuenta del costo relativo de equivocarse en la decisión de política, adoptando una trayectoria como la supuesta por el mercado en vez de la considerada en el escenario base. Por último, indicó que le parecía que el Banco debía dar una señal de su discrepancia con las expectativas del mercado cuando esta surgía, pues era una pieza de información relevante para la toma de decisiones privadas.

Todos los Consejeros coincidieron en que la utilización de medidas no convencionales había tenido como objetivo complementar, y no reemplazar, la conducción de la política monetaria, la que se sustentaba en el nivel actual y las perspectivas para la TPM. Por lo tanto, la alteración de estas medidas no convencionales se podía justificar si se evaluaba que ellas contribuían o no a la decisión de política monetaria que se había adoptado, en términos de la trayectoria para la TPM en el horizonte de política.

#### 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, mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,5% anual,

así 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).