

# Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2009

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 146, celebrada el 12 de noviembre 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 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 División Estudios Subrogante y 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 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; 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 comentario de los antecedentes

En el ámbito externo, se discutió acerca del aumento de la productividad en Estados Unidos y su caída en otras economías. Se señaló que lo que estaba sucediendo en la economía estadounidense, más que una consecuencia de mejoras en tecnología, podía obedecer a una disminución del empleo en sectores menos productivos. También se destacó que existía un riesgo muy importante de que la actividad en Estados Unidos perdiera fuerza, pues la actual recuperación se estaba dando en un contexto en que el empleo seguía deteriorándose y, por lo tanto, la recuperación del consumo sería más débil.

En el plano interno, se debatió respecto de la evolución de la actividad en septiembre. Por una parte, se indicó que el dato podía corresponder a un fenómeno puntual, que se desharía el siguiente mes. Por otra parte, se señaló que esto podía obedecer a un ciclo de recuperación más lento que lo previsto.

Se discutió respecto de la evolución al alza de las tasas de los documentos libres de riesgo en UF, especialmente las de los de menor plazo. Se sugirió que detrás de esto podía estar tanto un cambio de portafolio de las AFP, de mayor demanda por activos extranjeros, como una reacción a menores expectativas de inflación.

### 2. Opciones

Para las opciones de esta ocasión, se consideraron tres aspectos. En primer lugar, la evaluación de si las noticias coyunturales modificaba de manera relevante la trayectoria implícita para la Tasa de Política Monetaria (TPM) en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM). En segundo lugar, la importancia de hacer coherentes las medidas complementarias con el escenario para la TPM, en particular, si seguía siendo válido que comenzaría un proceso de alzas en el segundo trimestre del próximo año. Por último, la forma como el mercado podía internalizar la decisión de esta Reunión y los riesgos asociados.

Respecto del primer tema, el escenario de caída anual del PIB de corto plazo era peor que el evaluado el mes pasado y, aunque similar al de septiembre, sugería un cierre de holguras marginalmente más lento que el entonces previsto. Las noticias por el lado inflacionario eran ambivalentes. La trayectoria inflacionaria había seguido muy de cerca lo previsto, y hacia el mediano plazo se oponían dos fenómenos. Por un lado, mayores precios de combustibles en dólares y, por otro, la apreciación real del peso, la que ubicaba al tipo de cambio real (TCR) entre 3 y 4% más apreciado que al momento de elaborar el IPoM. La persistencia

de estos factores determinaría si el efecto de uno u otro prevalecería sobre la trayectoria de inflación de mediano plazo.

Con todo, las noticias coyunturales entonces parecían ser insuficientes para alterar el panorama de política monetaria considerado en el IPoM, en el sentido de mantener un estímulo monetario prolongado y contemplar un aumento de la TPM en el segundo trimestre del próximo año.

Esto lleva a la segunda consideración: la coherencia entre este mensaje de política y las medidas complementarias adoptadas en julio. Como se había señalado en varias ocasiones, la utilización de medidas no convencionales había tenido como objeto complementar, y no reemplazar, la conducción de la política monetaria, la que se sustentaba en el nivel actual de la TPM y sus perspectivas. Por lo tanto, la alteración de estas medidas se debía basar en la evaluación de si contribuían o no a la decisión de política monetaria que se había adoptado, en términos de que la TPM se mantendría en un nivel bajo por un tiempo prolongado.

En la coyuntura de ese momento, una modificación abrupta de estas medidas complementarias podría ser coherente con la visión de que existía una probabilidad elevada de que el estímulo monetario se comenzara a retirar antes de lo contemplado en el IPoM. Como se indicó antes, esto no se condecía con el diagnóstico coyuntural. Si se consideraba que el escenario del IPoM seguía siendo válido, la opción más plausible era mantener la TPM en su nivel actual y señalar con mayor claridad cómo estas medidas complementarias se alterarían de manera coherente con dicho escenario. Dado que para esta Reunión el horizonte de seis meses terminaba en mayo (a mediados del segundo trimestre), era posible evaluar en esta ocasión una alteración de ellas, en particular la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP).

De lo anterior se deduce la tercera consideración: la forma como el mercado interpretaría un cambio de la FLAP. La curva *forward* seguía, a 24 meses, bastante por encima de la trayectoria congruente con el escenario del IPoM. Por un lado, esto podía interpretarse como que los precios de los activos financieros estaban internalizando un escenario macroeconómico más positivo; por otro, como que la incertidumbre sobre la salida de las medidas complementarias había incorporado primas por riesgo relevantes en la estructura de tasas.

Era indudable que la decisión de esta Reunión no debía validar lo primero ni añadir confusión a las expectativas privadas. Por lo tanto, se estimaba que, en términos de la comunicación de las decisiones, era relevante señalar que el ritmo de normalización monetaria sería gradual y/o más pausado que el implícito en los precios de los activos. Ello, además de dar grados mayores de

claridad sobre la forma como se alterarían las medidas complementarias. Esto era particularmente válido si se decidía alterar las medidas complementarias en esta Reunión. De querer optar por este camino, la opción que aparecía más plausible era un retiro gradual de la FLAP, el que podría concretarse hacia mediados o fines del segundo trimestre del 2010. El riesgo de esta estrategia era que el mercado interpretara con demasiada certeza que el cambio en la TPM se produciría una vez finalizada la FLAP. Por lo mismo, de implementarse, una estrategia de este tipo podía complementarse indicando que la eliminación de la FLAP no comprometía movimientos futuros de la TPM, y/o incorporando algún sesgo en la comunicación.

Los puntos anteriores englobaban, en buena medida, los aspectos comunicacionales o tácticos relevantes para esta Reunión. Se podía agregar uno más, si se consideraba que las noticias coyunturales sesgaban el balance de riesgos hacia menores presiones inflacionarias. En particular, si se consideraba que de persistir presiones desinflacionarias por la apreciación cambiaria, por una curva demasiado empinada o por un cierre de brechas más lento que lo proyectado, era probable que el estímulo monetario debería mantenerse por un tiempo más prolongado que el previsto.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros coincidieron en que las cifras de actividad e inflación del último mes habían estado, en lo grueso, en línea con las proyecciones del último IPoM. Agregaron que, en todo caso, las correcciones en las cifras de actividad y el propio registro de septiembre mantenían presente la incertidumbre acerca de la velocidad de la recuperación económica. Varios Consejeros destacaron los riesgos que las novedades del último mes implicaban sobre la trayectoria de la inflación. Un Consejero indicó que, si bien las noticias de actividad apuntaban a un cierre más lento de las holguras de capacidad en el segundo semestre, nada aseguraba que el cierre a lo largo de todo el horizonte de política de dos años sería también más lento. Añadió que esta evaluación podría hacerse en el contexto de la elaboración del IPoM de diciembre. Un Consejero señaló que, a su juicio, la sorpresa de actividad de septiembre contenía una parte no explicada, que no se podía afirmar como tampoco descartar que se ligara a un factor cíclico. Agregó que las cifras mensuales eran volátiles, por lo que no era adecuado cambiar las proyecciones con cada nueva observación del IMACEC. Sin embargo, en su opinión, tanto lo externo como lo interno parecían haber desplazado a la baja el escenario de riesgo para el crecimiento y la inflación. Un Consejero sostuvo que el balance de riesgos estaría apuntando a una potencial recuperación algo más lenta y, en consecuencia, a menores presiones inflacionarias producto de

la mayor persistencia de las holguras de capacidad, la apreciación del peso y la confirmación de un escenario en el que la recuperación del crecimiento mundial será pausada. Agregó este Consejero que, de configurarse un escenario de menos inflación, podría ser necesario un impulso monetario mayor que el contemplado hasta ahora para llevar la inflación a la meta en el horizonte de política.

Todos los Consejeros destacaron que, con matices, las proyecciones de recuperación del crecimiento mundial habían seguido asentándose. Un Consejero añadió que, en su opinión, las perspectivas de un mejor entorno de crecimiento global eran muy marginales y se basaban casi exclusivamente en el desempeño de Asia emergente, sin que Estados Unidos, la Zona Euro y Japón aportaran a esas mejores perspectivas. Por el contrario, agregó, la evolución de los mercados de trabajo y de la productividad habían elevado, en el margen, el riesgo de un escenario de crecimiento externo más débil. Un Consejero resaltó que las proyecciones de crecimiento de Estados Unidos y de los socios comerciales de Chile habían sido corregidas a la baja para el 2011. Ello, indicó, era reflejo esencialmente de la negativa evolución del mercado laboral en Estados Unidos, lo que podría comprometer la recuperación de la demanda interna de esa economía cuando se iniciara el retiro del estímulo fiscal. Un Consejero acotó que la economía mundial se mostraba todavía frágil y vulnerable, con países desarrollados que enfrentaban problemas estructurales bien conocidos, que podrían limitar sus perspectivas de crecimiento en el mediano plazo, no obstante el empuje proveniente de las economías emergentes. Agregó que había temas adicionales que agregaban incertidumbre al escenario global, como la debilidad del dólar y el retiro de las políticas de estímulo, especialmente en los países desarrollados, por sus implicancias a nivel mundial.

Todos los Consejeros subrayaron la apreciación del peso en las últimas semanas, resaltando que respondía en parte a la depreciación internacional del dólar y que se debía monitorear con cuidado sus implicancias sobre la inflación. Un Consejero apuntó a que esta trayectoria del peso podía estar compensando la depreciación que había experimentado en el tercer trimestre, en respuesta a la salida de inversionistas institucionales y operaciones de *carry trade*. Un Consejero destacó que la apreciación nominal del peso conllevaba también una apreciación relevante del TCR considerado en las proyecciones de mediano plazo del IPoM. Agregó que si se hiciera una actualización de esas proyecciones, probablemente se consideraría un TCR de largo plazo que sería más de 3% inferior al estimado inicialmente. Un Consejero señaló que, dada la evolución esperada del TCR, no se justificaba, en su opinión, una modificación en la dirección de la política monetaria, sino que se confirmaba, en lo principal, la trayectoria delineada en los últimos meses. Agregó este Consejero que a mediano plazo no se podía descartar un escenario con presiones a la apreciación real, derivadas de mayores

precios de los productos básicos y flujos de capital. Indicó que sus implicancias eran complejas, en especial por la imposibilidad de la política monetaria para afectar la tendencia del tipo de cambio real.

Varios Consejeros resaltaron el aumento que habían mostrado los precios de los productos básicos, el que se daba tanto en un contexto de recuperación de la actividad mundial como de depreciación del dólar. Un Consejero señaló que el seguimiento de la evolución y perspectivas del precio internacional del petróleo y sus derivados se realizaba en dólares de Estados Unidos. Por ello, no podía descartarse que los registros recientes reflejaran una prima por riesgo dada la posibilidad de una depreciación adicional del dólar, y no necesariamente mejores perspectivas de actividad.

Varios Consejeros comentaron la evolución reciente del empleo y las remuneraciones. Algunos Consejeros manifestaron su preocupación por la evolución de los salarios, que, en términos nominales, habían aumentado fuertemente y no parecían estar respondiendo a las condiciones del mercado laboral, lo que, en su opinión, podía retrasar la recuperación del empleo y afectar los costos laborales. Un Consejero indicó que las cifras del mercado laboral parecían ser algo más alentadoras, en particular, porque el crecimiento del empleo asalariado era mayor que el del empleo total, dando cuenta de una recuperación en la calidad de la ocupación. Agregó que, a su juicio, la evolución de los salarios se ubicaba por sobre lo que una simple regla de indexación predeciría, situación que hasta hace poco había ocurrido en sentido contrario. Añadió que el nivel de los salarios reales no parecía preocupante, en la medida que su tasa de crecimiento se normalizara, después que terminara el impacto de inflaciones mensuales negativas.

Varios Consejeros destacaron que los mercados financieros seguían proyectando una trayectoria de la TPM que se encontraba por encima de la implícita en el escenario base del IPoM. Un Consejero mencionó que esto podía reflejar incertidumbre sobre el proceso de normalización de la política monetaria. Un Consejero agregó que esta divergencia no se reflejaba en la Encuesta de Expectativas Económicas, lo que sugería que ella podía responder a premios por riesgo asociados a la posibilidad de un retiro anticipado de la FLAP. Un Consejero acotó que los ajustes inducidos por la política monetaria sobre las tasas de interés de mercado parecían, en lo fundamental, haber concluido. Añadió que la magnitud del ajuste observado llevaba a pensar que la moderación y la cautela permanecerían por algún tiempo en el mercado crediticio.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros concordaron en que, en lo general, se justificaba continuar con la estrategia de política monetaria trazada, que implicaba una tendencia gradual al alza de la TPM a partir del segundo trimestre del próximo año.

Respecto de las medidas complementarias de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que era el momento de introducir cambios en su operación. Un Consejero señaló que, a su juicio, había tres factores que justificaban esto. Primero, que las condiciones de mercado en que se había implementado este mecanismo habían cambiado. Las circunstancias extraordinarias de incertidumbre, que mantenían las tasas de interés del mercado monetario muy por sobre lo que parecía razonable, ya no estaban presentes. Aun cuando las tasas sugerían una normalización de la política monetaria más rápida que la considerada por el Consejo, las posibles explicaciones a ello eran diferentes y se preveía un escenario de recuperación que no justificaba la existencia de la FLAP. La incertidumbre sobre las perspectivas de inflación a mediano plazo subsistía, y continuaría existiendo en ambas direcciones, pero eso no justificaba la extensión de este mecanismo. En segundo lugar, indicó que era posible que las dudas sobre la duración de la FLAP y su procedimiento de desmantelamiento incidieran en el aumento de las tasas de corto plazo. Así, en su opinión, los mismos beneficios que la FLAP había entregado en términos de una mayor certidumbre sobre la trayectoria de tasas se lograban dando claridad sobre su salida. Finalmente, este Consejero agregó que la eliminación o modificación de la FLAP no representaba un compromiso sobre la trayectoria de tasas, aunque sí afectaba los costos de modificarla. Esto, porque no había, a su juicio, un cambio sobre las perspectivas de inflación o sobre la trayectoria de la TPM.

Un Consejero recordó que las medidas complementarias, en particular la FLAP, fueron introducidas para reforzar la política monetaria y entregar una señal de permanencia del estímulo monetario. En ese sentido, agregó, cumplieron bien su objetivo. Prosiguió indicando que, a su parecer, estas medidas impusieron cierto grado de rigidez en la conducción de la política monetaria al comprometer un nivel de TPM a plazos más largos que los habituales. Añadió que, a la luz de los desarrollos observados, que en lo fundamental estaban en línea con lo anticipado, se requería que la política monetaria volviera a su formato acostumbrado y recuperara todos los grados de libertad requeridos. Ello, acotó, suponía necesariamente el retiro de la FLAP, de manera que sus operaciones no se extendieran más allá del segundo trimestre del próximo año. Agregó que, aunque esta decisión pudiera generar algún ruido, le parecía mejor despejar el tema cuanto antes, puesto que ello reduciría los costos del ineludible retorno al formato habitual de política monetaria. Finalmente, señaló que le parecía

crítico que esta decisión no se interpretara como el adelantamiento del proceso de ajuste de la TPM, ni mucho menos como la validación del empinamiento de la curva de expectativas del mercado.

Un Consejero indicó que el hecho que los precios de los activos financieros siguieran señalando una evolución de la TPM que en el mediano plazo estaba por sobre la que se estimaba necesaria para alcanzar la meta de inflación en el horizonte de dos años, parecía indicar la necesidad de mantener las medidas no convencionales de política monetaria por más tiempo del contemplado originalmente. Agregó que, pese a ello, el mercado estaba claramente apostando al término de la FLAP, lo que podía estar incidiendo en la estructura de tasas de mediano plazo al incorporar primas de riesgo indeseadas. Frente a esta coyuntura, acotó que creía conveniente anunciar el retiro programado de la FLAP, indicando que su fecha de extinción se ubicaba a mediados del segundo trimestre, y no al comienzo, y que la forma en que se haría sería gradual y no brusca. Agregó que, en su opinión, el Consejo debía mantenerse atento a la evolución de las condiciones generales de la economía chilena y no descartar alargar la FLAP o introducir nuevas medidas no convencionales en el futuro, especialmente si las expectativas para la TPM que se deducían de los precios de los activos financieros seguían por sobre lo que el Banco Central consideraba necesario.

Un Consejero señaló que la consideración de que no había antecedentes suficientes para alterar el escenario en que la TPM se mantendría en su nivel actual al menos hasta el segundo trimestre del 2010, unida a la constatación de que los precios de los activos financieros parecían incorporar premios por riesgo asociados a la posibilidad de un retiro anticipado de la FLAP a 180 días, apuntaba a la necesidad de reducir la incertidumbre en este último plano, pues ello podría dar el beneficio de una reducción más temprana de los premios por riesgo ya señalados.

Un Consejero complementó que la FLAP se introdujo para permitir un alineamiento de las tasas de mercado con la evolución más probable de la política monetaria, y que de no haberlo hecho las tasas de mercado probablemente estarían en niveles superiores a las de ese momento, generando menor tracción en la recuperación de la economía. No obstante, prosiguió, la FLAP había abierto un nuevo frente de incertidumbre en cuanto a la falta de claridad sobre cómo sería retirada, lo que, incluso, podría estar limitando su efectividad. Es por ello que, a su juicio, considerando que la TPM debería seguir en su mínimo por un tiempo prolongado, esta Reunión era una buena oportunidad para clarificar cómo sería el retiro de la FLAP. Añadió que era necesario ser enfáticos en que la extinción de la FLAP no tenía por objeto aumentar la TPM en cuanto esto sucediera,

sino que buscaba recobrar la necesaria flexibilidad con la que debía contar la política monetaria en un ambiente tan incierto como el del momento. Agregó que también se debía recordar que existían otras posibilidades de políticas no convencionales que podían aumentar el impulso monetario de modo coherente con el cumplimiento de la meta de inflación, las que se hacían más difíciles de implementar si no estaba clara la estrategia de salida de la FLAP. Finalizó reforzando su opinión de que el retiro de la expansividad monetaria comenzaría de modo pausado en el segundo trimestre del 2010 y que, incluso, este podía postergarse si se materializaba un escenario con menor inflación.

#### **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, mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,5% anual. Además, acordó reducir el plazo máximo de la FLAP desde 180 a 150 días a partir del 14 de diciembre del 2009 y continuar disminuyéndolo cada mes en 30 días, de forma de extinguir el acceso a esta facilidad en mayo del 2010.