

Reunión de Política Monetaria

ABRIL 2009

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°137 celebrada el 9 de abril 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 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 el Secretario General Interino, don Juan Pablo Araya Marco.

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 evolución del precio de las materias primas, especialmente del precio del cobre. En particular, sobre cómo se compatibilizaba el aumento que habían registrado recientemente estos precios con la corrección generalizada a la baja en las proyecciones de actividad para este año y el próximo. Se esgrimió como razón el que, a juicio de una parte del mercado, se estaba alcanzando el punto más bajo del ciclo. También se acotó que aunque seguían en niveles altos, se había observado una reducción en los stocks, al menos en el caso del cobre en los dos últimos meses. Esto se complementó con la visión de que la economía china parecía estar en un buen pie, con el crédito y la inversión registrando importantes tasas de variación anual y que, por tanto, estaría aumentando su demanda por cobre, especialmente para proyectos de infraestructura. Ello era especialmente relevante si se consideraba que China representaba cerca del 40% de la demanda mundial por el metal. En todo caso, se señaló que no se podía descartar de plano que el fenómeno fuera algo meramente especulativo y que, por ende, en el futuro próximo se deshicieran las alzas.

Se discutió respecto de la evolución de la actividad interna y cómo esto se conciliaba con los fundamentales de la economía chilena. Se indicó que detrás de esto, además de la mayor restrictividad en las condiciones financieras y de la caída de la demanda externa a raíz del deterioro de la actividad mundial, se estaba frente a un deterioro abrupto de la confianza. Este, se indicó, no guardaba relación con los fundamentales de la economía chilena, por lo que en algún momento se debiera dar una reversión del gasto dando cuenta de la solidez de la economía nacional. Se acotó que, en todo caso, parte de la recuperación podía demorar, pues los agentes aprovechan los períodos de crisis para ordenar y consolidar sus deudas y se tardan un tiempo, aun cuando la economía haya vuelto a la normalidad, en emprender nuevas actividades e inversiones.

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 25, 50 ó 75 puntos base. Las consideraciones principales a tomar en cuenta eran el mensaje de política monetaria implícito en el comunicado anterior, las expectativas del mercado y la incorporación de los antecedentes coyunturales.

En primer lugar, en la discusión de la última reunión de política monetaria se había señalado que, aunque era probable que se requirieran nuevas reducciones

en la TPM, estas serían más acordes con la frecuencia y los movimientos históricos. Ello naturalmente restringía el universo de opciones posibles a cuatro: una mantención y reducciones de 25, 50 ó 75 puntos base. Respecto de la primera (una mantención), los antecedentes coyunturales reflejaban, a pesar de sus matices, un entorno macro debilitado, lo que permitía descartarla como opción plausible.

Respecto de las distintas alternativas de reducción de la TPM, la ampliación de la brecha en el margen, pero con estabilidad de las expectativas de inflación, sugería mecánicamente un nivel para la TPM que no estaba obviamente por debajo de lo esperado por la mayoría del mercado en los próximos meses. Por ello, una reducción de 75 puntos base llevaría la TPM a un nivel que sugeriría un cierto sesgo neutral, a menos que se deseara afectar la estructura de tasas y dar la señal de que las reducciones iban a continuar en los próximos meses. No era evidente que debiera descartarse a priori dicho escenario, pero su comunicación requería de mayor precisión sobre los contornos del entorno macroeconómico, en particular las perspectivas inflacionarias para el 2010 y principios del 2011, que solo se tendría con el Informe de Política Monetaria (IPoM) de mayo.

Además, era razonable preguntarse si una reducción de 75 puntos base estaba o no dentro de los patrones históricos, y por tanto considerar si las reducciones de esa magnitud realizadas en el 2002 habían sido medidas inusuales. No era evidente que se pudiese justificar en una u otra dirección, o al menos que el mercado percibiera de manera inequívoca que ese fuera el caso. Estos antecedentes llevaban a ponderar menos la opción de reducir la TPM en 75 puntos base versus una reducción de 50 puntos base, bajo el criterio de no dar lugar a confusión sobre si la política monetaria seguía los patrones históricos o no, y por tanto si se había producido un nuevo quiebre en la comunicación de la política monetaria.

A partir de la discusión que antecede, parecía razonable seguir imprimiendo un sesgo a la política monetaria, en el sentido de que no se podían descartar nuevas reducciones luego de esta reunión (que, como se señaló, estaban implícitas en el consenso de mercado). Una reducción de 50 puntos base permitiría mantener el sesgo.

Una reducción de 25 puntos base, en tanto, sería sorpresiva para el mercado, no solo porque no estaba entre las alternativas consideradas como más plausibles. En efecto, una estrategia de política monetaria que convergía a un nivel objetivo para la TPM debería, bajo certidumbre, ir gradualmente reduciendo la magnitud de sus movimientos. Por ello, mecánicamente se podía esperar que cualquier decisión que se adoptara en esta reunión llevase a expectativas de movimientos

más acotados en el futuro, por lo que una reducción de 25 puntos base podía señalar que había concluido el proceso de relajamiento monetario, lo que parecía incongruente con el actual escenario de holguras de capacidad. Se podría acompañar una decisión como esta de un mensaje que realzara de mayor forma la incertidumbre en la que estaba situada la economía, o que imprimiera un sesgo muy explícito hacia delante. Sin embargo, estos últimos mensajes darían naturalmente pie a diversas interpretaciones que podían ser confusas.

Así, desde el punto de vista comunicacional, una reducción de 50 puntos base no sería sorpresiva, pero una de 25 ó 75 punto base sí podría dar una señal de un escenario bastante distinto al que consideraba el mercado. Era indudable que ello podía finalmente ser el caso al momento de elaborar las proyecciones de mediano plazo, pero era un diagnóstico que parecía prematuro adelantar en esta reunión, puesto que aún no se construía dicho escenario. En ese sentido, una reducción de 50 puntos base, con un sesgo similar al de marzo, daba más flexibilidad al accionar de la política monetaria en los próximos meses que una reducción de 25 ó 75 puntos base.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que las noticias del último mes confirmaban las tendencias vistas previamente, reafirmando la adversidad del escenario macroeconómico, la validez de las decisiones de política monetaria ya adoptadas y la existencia de espacios para seguir aumentando el impulso monetario. Respecto de estos antecedentes, todos los Consejeros destacaron que la situación internacional seguía muy debilitada, pero que tanto las últimas cifras de actividad como los precios de los activos financieros y productos básicos, estaban mostrando que era posible que la recesión mundial estuviera próxima a tocar fondo o, al menos, que las severas caídas de los últimos dos trimestres no se estaban repitiendo. En todo caso, coincidieron los Consejeros en que aún era temprano para ser demasiado optimista al respecto, porque las bases para una recuperación sostenible eran débiles. Un Consejero agregó que, en su opinión, la pregunta fundamental no era cuándo comenzaría la recuperación de la economía mundial, sino a que velocidad esta se daría. Varios Consejeros destacaron los acuerdos que arrojó la reunión del G-20, que, aunque se podía evaluar que todavía están lejos de lo que el mundo necesitaba, denotaban una voluntad para superar la crisis mayor a la que se había conocido hasta ese momento. Algunos Consejeros llamaron la atención sobre el rol del sistema financiero desarrollado en la recuperación mundial, y las dificultades que enfrentaba para apoyarla. Ello, sumado a que el riesgo de que se siguieran observando deterioros en las instituciones financieras era alto.

Todos los Consejeros coincidieron en que los datos de febrero confirmaban la debilidad de la actividad y la demanda interna, explicada principalmente por el comportamiento de los sectores o componentes más sensibles al ciclo y a la evolución del crédito. Un Consejero indicó que era evidente que el ajuste en el gasto interno había sido muy grande, por lo que, aun con un acceso al financiamiento externo relativamente abierto, la cuenta corriente no se había deteriorado excesivamente. Por ello, creía este Consejero, la apreciación del peso reflejaba en parte que el ajuste del gasto había hecho que las necesidades de financiamiento externo fueran muy bajas. Indicó este Consejero que la caída del gasto iba más allá de lo que podía explicarse por el descenso de la demanda externa, la menor riqueza o el estrechamiento de las condiciones financieras, este último determinante que debiera ir perdiendo relevancia en los próximos meses. Por ello, acotó, en la medida que el menor gasto obedeciera a una contracción autónoma de la demanda por una menor confianza, la situación se debiera recuperar. Sin embargo, finalizó, era prematuro para tener como escenario base uno que considerara una rápida recuperación de la demanda interna, pues no había aún evidencia de ello. Un Consejero agregó que el significativo ajuste de la demanda interna del cuarto trimestre del 2008 y el primer trimestre del 2009 no podía explicarse sobre la base de los cambios en las condiciones externas, por lo que se desprendía que una parte importante de él respondía a un deterioro abrupto de las expectativas de los agentes económicos. Agregó, que la buena noticia era que este deterioro parecía haberse detenido, lo que, en todo caso, no impediría que el PIB del primer trimestre pudiera mostrar un crecimiento negativo en relación al trimestre precedente. Señaló este Consejero que las cifras del primer trimestre y sus posibles implicancias para las proyecciones eran llamativas por su magnitud, sobre todo considerando las evidentes fortalezas de la economía chilena. Un Consejero indicó que la actividad seguía débil, pero que en el segundo trimestre del año debería observarse un cambio de signo en el ciclo. Añadió que, no obstante, al igual que en el escenario internacional, la concreción de este cambio de signo presentaba altos grados de incertidumbre.

Todos los Consejeros coincidieron en que los mercados financieros estaban reflejando el efecto del significativo recorte de la TPM, lo que debería permitir una recuperación más sostenida hacia el segundo semestre. Un Consejero destacó que la demanda por crédito había perdido dinamismo, principalmente en el segmento de los hogares. Justificó este hecho porque el inicio de un ciclo descendente había llevado a este segmento de la población a revisar sus niveles de endeudamiento. Varios Consejeros llamaron la atención sobre el dinamismo del mercado de bonos de empresas y el aumento de las tasas de interés de los documentos de largo plazo, fenómeno que señalaron debía ser evaluado con cautela. Un Consejero indicó que el empinamiento de la curva de rendimiento, que había generado el aumento de las tasas de largo plazo, podía

tener varias interpretaciones. Por un lado, era posible que el mercado estuviera incorporando una recuperación de la actividad relativamente rápida con la consiguiente aparición de una mayor inflación. En su opinión, el aumento en las expectativas de inflación y las compensaciones inflacionarias a mediano plazo —convergiendo hacia niveles cercanos a 3%—, así como la trayectoria implícita de tasas convergiendo hacia niveles neutrales sugerían que esta interpretación era razonable. Por otro lado, podía argumentarse que tanto el aumento en las tasas de largo plazo —lo mismo que el de las tasas de papeles de menor plazo en las últimas semanas— como la apreciación del peso podrían estar reflejando un estrechamiento en el mercado monetario que no estaba siendo satisfecho por los mecanismos de provisión monetaria tradicionales. A su juicio, este era un tema a seguir cuidadosamente, ya que podría estar contribuyendo al ajuste en el gasto. Un Consejero señaló que, en su opinión, el aumento de las tasas de largo plazo podía estar reflejando cierta normalización de la actividad en los mercados crediticios y, en particular, en el mercado de bonos corporativos.

Todos los Consejeros coincidieron en que los últimos registros de inflación eran coherentes con un panorama en que la inflación se reduciría en los próximos meses. Un Consejero indicó que la inflación seguirá contenida y evolucionando de acuerdo con lo esperado, es decir, con una importante baja en los próximos meses, para luego aproximarse al rango de tolerancia de la meta de inflación entre fines de este año e inicios del próximo. Un Consejero indicó que incluso no era descartable que se observaran variaciones negativas durante algún período corto de tiempo. Un Consejero agregó que el registro de inflación mensual consolidaba la perspectiva de un sostenido retroceso en la inflación anual, al mismo tiempo que enfatizaba que las inflaciones negativas de los últimos meses habían estado dominadas por cambios en precios específicos que no debieran repetirse. De esta manera, prosiguió, se consolidaba la perspectiva de una caída rápida en la inflación durante este año, y las expectativas a mediano plazo coincidían con una convergencia a 3% en el horizonte de política.

Respecto de los factores que podían inclinar la decisión por alguna de las opciones planteadas, un Consejero señaló que considerado el cuadro macro, los sólidos fundamentos internos y la ausencia de restricciones de política relevantes, lo que procedía era volver a recortar la tasa de interés. Añadió que un recorte de un cuarto de punto porcentual resultaba tímido considerando las acciones de política ya adoptadas y el escenario que se seguía enfrentando. Además, esa opción podía entregar la señal de que el ciclo de relajamiento estaba concluyendo, lo que no le parecía correcto. Ello, agregó, porque en su opinión no se contaba con suficientes elementos de juicio para señalar el nivel al cual debería converger la TPM y, por tanto, ello debería quedar bastante abierto. De ahí, concluía que no podía descartarse que la TPM llegara finalmente a un nivel

inferior al que esperaba el mercado. Además, acotó este Consejero, la decisión debía ser congruente con lo señalado en el comunicado de la reunión previa, en el sentido que la magnitud de los eventuales nuevos recortes se ajustaría a patrones históricos. Ello, señaló, fijaba un cierto límite al recorte de esta reunión, que en su opinión estaba más cerca de 50 que de 75 puntos base. A lo anterior, agregó que no visualizaba ninguna razón poderosa para sorprender al mercado, que esperaba una rebaja de medio punto porcentual.

Un Consejero indicó que, en su opinión, la decisión de esta reunión tenía un carácter distinto al de las últimas tres, tal como se había anticipado en el comunicado posterior a la reunión de marzo. Las tres opciones planteadas, aunque en mayor medida las dos primeras, se podían asociar a patrones históricos acerca de la magnitud de los movimientos de la TPM. Agregó que los antecedentes coyunturales sugerían que se podía justificar un nivel de la TPM similar al que esperaba el mercado para mediados de este año. Esto era, una TPM en torno a 1,5%. Bajo ese prisma, añadió, era posible avalar una reducción de 75 puntos base en esta ocasión. Sin embargo, creía que ello era desaconsejable por tres razones. En primer lugar, porque podía discutirse que un ajuste de 75 puntos base respondiera a patrones históricos. En segundo lugar, porque con la información disponible, un ajuste de 75 puntos base obligaría a un sesgo neutral, y a poner fin al ajuste de tasas. Ello, complementó, le parecía a todas luces prematuro, dada la magnitud de los riesgos del entorno interno y externo. A su juicio, una decisión de esa naturaleza se podría adoptar con mayor certeza después de conocidos los antecedentes que surgieran de la elaboración del IPoM de mayo. Por último, indicó este Consejero, el mercado esperaba mayoritariamente un ajuste de 50 puntos base para esta reunión. Después de tres meses de sorpresas, parecía prudente actuar en concordancia con lo que esperaba el mercado y lo que había sugerido el comunicado de marzo.

Un Consejero señaló que, con los antecedentes disponibles, las opciones a evaluar eran las de reducir la TPM en 50 ó 75 puntos base, descartando ajustes menores. Agregó que en los meses previos se había cambiado la regla de política, para eliminar durante un período transitorio la persistencia, mientras que en el comunicado de la reunión de marzo se había anunciado que dicha persistencia se repondría. Por ello, en su opinión, las alternativas factibles debían enmarcarse en un contexto en el que se debía considerar el nivel de TPM en el que se estaba, el nivel al que se deseaba llegar y si esa convergencia se daría siguiendo una regla o cambiando discrecionalmente cada mes. Por ello, creía que lo prudente era reducir la TPM en 50 puntos base.

Un Consejero señaló que, a su juicio, una rebaja de la TPM de 25 puntos base era muy menor y no resultaría coherente con la magnitud de las brechas

y el impulso monetario previsto. Tampoco lo sería, añadió, con la necesidad de llegar, en el próximo par de meses, a una TPM congruente con la actual posición cíclica de la economía, la que, a su juicio, debiera estar más cerca de 1 que de 2%. No obstante, dada la desviación respecto del nivel al que podría llegar la TPM en los próximos meses, y tal como se señaló en el comunicado de marzo, en esta ocasión los cambios debían ser de magnitudes similares a los patrones históricos. Estos, a su parecer, se encontraban en el rango de 25 a 50 puntos base. No obstante, agregó que no era fácilmente descartable una reducción de la TPM de 75 puntos base, si con ello se lograba un ritmo algo más rápido de convergencia de la TPM al nivel en que esta se estacionaría. El problema, prosiguió, era que una rebaja de ese monto se desviaba de los patrones históricos, lo que podría indicar que el panorama era significativamente peor de lo presupuestado hace un mes, lo que no era efectivo. Finalizó indicando que las inéditas bajas de los meses anteriores habían permitido adelantar el ajuste y mitigar los riesgos de escenarios mucho peores. Ello era precisamente lo que permitía volver a patrones históricos. Por lo tanto, a su juicio, el argumento para un ajuste mayor de la TPM, basado en pequeñas sorpresas en el margen, no le parecía que fuese el más adecuado.

Un Consejero señaló que, en su opinión, la mejor opción era reducir la TPM en 50 puntos base. Ello porque la estructura de tasas de mercado, que parecía adecuada, tenía incorporada esta opción y no parecía aconsejable desviarse mayormente de esa trayectoria, mientras no se tuviera una convicción de que las proyecciones del Banco diferían significativamente de las del mercado. De esta manera, agregó, se evitaba un empinamiento en exceso de la estructura de tasas, lo que podría amortiguar el impacto expansivo de la política monetaria. Esta interpretación, añadió, era coherente también con un cambio en el apetito por riesgo de diversos agentes, que originalmente se refugiaron en papeles públicos. Ello sugería que desviaciones respecto de la trayectoria de tasas que incorporaba el mercado debían hacerse con cautela. Agregó que un ajuste de 75 puntos base sugeriría un escenario de inflación, actividad y tasas distinto al implícito en el mercado, lo que, a su juicio, no se estaba en condiciones de realizar. Finalizó indicando que una reducción de 25 puntos base también podría ser justificable, pero en el escenario actual era razonable una acción más decidida.

Respecto del sesgo futuro de la TPM, un Consejero indicó que, aunque no podía descartarse la opción de volver a aplicar reducciones mayores de la TPM si se diera un escenario de riesgo muy adverso, en el escenario más probable correspondía respetar el retorno a una regla de política monetaria con persistencia. En esa lógica, lo que cabía aprobar es reducir la TPM en 50 puntos base, comunicando que habrá nuevas rebajas de tasas de interés hacia el futuro.

Un Consejero indicó que debía darse tiempo para que se siguieran transmitiendo las rebajas de la TPM a las tasas de mercado. Por ello, le parecía adecuado continuar con recortes importantes pero sostenidos en el tiempo, porque darían mayor espacio para continuas rebajas en las tasas de interés de colocación y su efecto final sobre las tasas de largo plazo debería ocurrir una vez concluido el ciclo de reducciones de la TPM. Esto sería cuando se pudiera anunciar que la TPM permanecería baja por un tiempo prolongado.

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 50 puntos base, hasta 1,75% anual.