

Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2009

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°143, celebrada el 8 de septiembre 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, y la Subsecretaria de Hacienda, doña María Olivia Recart Herrera.

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 Álvarez Vallejos; el Gerente de Estabilidad Financiera Subrogante, don Dalibor Eterovic Maggio; 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

Los antecedentes presentados corresponden a los incluidos en el *Informe de Política Monetaria (IPoM)* de septiembre. La presentación preparada por la Gerencia de División Estudios, basada en información públicamente disponible, puede ser consultada 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

En el plano internacional, se discutió acerca de la dispersión de proyecciones de crecimiento mundial. Se indicó que había dos escenarios distintos: por un lado, una salida sostenida de la situación actual, concordante con las altas tasas de crecimiento esperadas por una parte del mercado, y, por otro lado, la hipótesis de una salida de la economía en forma de “W”, coherente con la posibilidad de un deterioro adicional de la actividad. Gráficamente, esto correspondía a una distribución bimodal y la dispersión no era una campana muy aplanada, sino más bien eran dos distribuciones distintas que se complementaban.

En el ámbito local, se debatió respecto de la evolución de los salarios y su relación con la inflación. Se señaló que los salarios reales presentaban una tendencia creciente hasta el 2007, la que se interrumpió con el *shock* inflacionario del 2008. Se mencionó que aun cuando los salarios nominales siguieron aumentando, lo hicieron a un ritmo menor. En lo que iba del año, junto con el fuerte descenso de la inflación, se había observado una recuperación de los salarios reales, pero estos aún estaban por debajo de los niveles que habrían alcanzado de haber mantenido la tendencia previa a la crisis. Ello permitía suponer que los salarios estaban dando cuenta, además, de una situación cíclica más débil.

Se discutió respecto de los *spreads* entre las tasas de captación y colocación de la banca nacional. Se planteó como hipótesis si era razonable esperar que volvieran a los bajos niveles del periodo 2001-2005, tanto en Chile como en el mundo. Por un lado, se hizo presente que era difícil esperar que se repitiera ese fenómeno, pues se debía tener en cuenta que el nivel de provisiones de cada banco jugaba un rol importante en la determinación de *spreads* y las actuales regulaciones llevaban a hacer mayores provisiones que en el pasado. Por el contrario, se señaló que así como en el sistema financiero internacional estos habían aumentado obedeciendo a una mayor percepción de riesgo, las mejores expectativas deberían reflejarse en descensos de los *spreads*. Asimismo, se agregó que en el periodo 2007-2009, en términos de comparación internacional, los *spreads* de los préstamos de la banca chilena eran similares a los de países desarrollados o a los de economías emergentes, dependiendo del tipo de crédito.

2. Opciones

Debido a que la Reunión coincidía con el cierre de las proyecciones de mediano plazo del *Informe de Política Monetaria* de septiembre, el escenario base de dicho *Informe* surgía de forma natural como el elemento central para plantear las opciones de política monetaria. En especial, en lo que se refería a la trayectoria

de política y a los riesgos asociados. Los antecedentes sugerían que la opción más plausible para esta Reunión era la mantención de la instancia de política monetaria.

Las proyecciones del *IPoM* consideraban que la economía chilena mostraría un repunte relevante del PIB y de la demanda durante el segundo semestre de este año, alcanzando una expansión de entre 4,5 y 5,5% durante el 2010. En este desempeño destacaba la conjunción del mejor escenario externo, el impulso de las políticas macroeconómicas y el efecto de la recuperación de las expectativas internas sobre algunos componentes más sensibles del gasto. Este ritmo de expansión permitiría una disminución de las holguras de capacidad, de manera que la inflación convergiera a la meta hacia el 2011.

El escenario de presiones inflacionarias reducidas era congruente con una normalización gradual del estímulo monetario a partir del segundo trimestre del 2010, con una trayectoria comparable a la implícita en los precios de los activos financieros. Por ello, parecía natural plantear que una primera opción para esta Reunión era mantener los instrumentos de política monetaria en sus condiciones actuales: la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 0,5% y la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) a seis meses.

En torno a este escenario base existían, como siempre, diversos riesgos. El repunte esperado del crecimiento global y la recuperación de las expectativas podrían sufrir un ajuste si no continuaban materializándose cifras mejores en la coyuntura, particularmente en lo que se refería al mercado laboral y el destrabamiento de la intermediación crediticia a nivel global. La trayectoria inflacionaria podría resultar ser menor que la prevista, tanto en Chile como en el mundo, y requerir un estímulo macroeconómico más prolongado que el previsto por el mercado en ese momento.

Por otro lado, no se podía descartar un rebote más vigoroso de la actividad y la demanda local y global, de la mano de condiciones financieras e indicadores de confianza que siguieran normalizándose con rapidez. Los desafíos que planteaban los desbalances globales seguían presentes, por lo que movimientos abruptos en la valorización del dólar podían tener efectos al alza en la inflación externa relevante para Chile y en los precios de los productos básicos.

Como era habitual, había aspectos tácticos que pesaban en la decisión. El mercado no esperaba de forma generalizada que se adoptaran 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. A su vez, la trayectoria de la TPM implícita en los precios de los

activos financieros era comparable a la contemplada en el escenario base del *IPoM*. Esto indicaba que no había antecedentes obvios que justificaran medidas que sorprendieran al mercado.

Finalmente, se debía tener en cuenta que la trayectoria implícita en los precios de los activos financieros sugería el inicio de la normalización monetaria hacia el segundo trimestre del 2010. Ello implicaba, evidentemente, que en algún momento se habrían de considerar adaptaciones a la actual instancia de política monetaria, incluso si se materializara el escenario base de proyecciones del *IPoM*.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que las cifras del último mes iban consolidando un panorama de incremento de los niveles de actividad a partir de este semestre, una progresiva normalización de los indicadores financieros y un repunte de las expectativas tanto en Chile como en el mundo. Un Consejero destacó que, en su opinión, había riesgos sobre la velocidad a la que se daría la recuperación de la economía nacional. Agregó que había componentes de la demanda interna que comenzaban a mostrar dinamismo y existía espacio para una recuperación dominada por factores internos, pero su sostenibilidad a mediano plazo dependería fundamentalmente de la evolución de la demanda externa y de la economía internacional, sobre lo cual existía bastante incertidumbre.

Todos los Consejeros concordaron con que los registros de inflación, así como los de sus determinantes, mostraban que esta estaba contenida en niveles muy bajos. Añadieron que, en agosto, la inflación del IPC había sido menor que la prevista internamente. Esta diferencia, resaltaron, estaba dominada por una caída importante en los precios de la electricidad, que se estimaba transitoria y, por tanto, no afectaba mayormente la tendencia de mediano plazo. Un Consejero recalcó que, aun cuando en septiembre se observara un dato puntual inusualmente elevado y mayor que lo que el mercado pudiera esperar, las perspectivas contenidas en el *IPoM* indicaban que la inflación debiera ir convergiendo a la meta de manera gradual y después de pasar varios meses por territorio negativo. Agregó que, a su juicio, el mayor riesgo era que la inflación permaneciera debajo de la meta más allá de lo deseado. Un Consejero señaló que en los próximos meses la inflación anual permanecería transitoriamente en territorio negativo, lo que respondía en parte a la contracción de la demanda, pero también a ciertos ajustes de precios en los mercados externos e internos. Por ello, prosiguió, los registros de inflación de corto plazo debían ser leídos

con cuidado. Finalizó este Consejero puntualizando que persistía algún grado de incertidumbre respecto de la evolución de la inflación más allá del corto plazo, pero las tendencias en materia de actividad apoyaban la visión de una convergencia a la meta en el mediano plazo. Por ello, agregó, el riesgo de que la inflación permaneciera baja por un tiempo prolongado seguía vigente, pero se había acotado o reducido en lo más reciente.

Un Consejero destacó que en el frente externo la atención comenzaba a desplazarse hacia los riesgos, pues si bien los mercados de valores, de crédito y materias primas se habían recuperado en el año, eran propensos a correcciones debido a la incertidumbre prevaleciente. Añadió que, en esa perspectiva, había factores de riesgo, como el impacto que tendría la normalización monetaria sobre los mercados financieros y cambiarios y el vigor y la sustentabilidad de la recuperación en el mediano plazo. A ello se agregaba la preocupación por el estado de salud de los sistemas financieros en los países desarrollados. Algunos Consejeros llamaron la atención sobre la bimodalidad de las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos. Esto reflejaba que el abanico de proyecciones para la economía global permanecía anormalmente abierto, hecho que era importante seguir atentamente para evaluar el momento óptimo en que se debería comenzar a retirar el estímulo monetario. Un Consejero enfatizó, además, en el riesgo que, a su juicio, constituía la evolución futura del precio de los productos básicos.

Algunos Consejeros hicieron especial mención de la evolución reciente del mercado laboral chileno, en especial por los incipientes indicadores de estabilización o por que su deterioro finalmente sería algo menor que el anticipado. Un Consejero agregó que, en todo caso, todavía era temprano para establecer un quiebre de tendencia al respecto. Varios Consejeros llamaron la atención acerca de la evolución de los salarios. Un Consejero destacó que las remuneraciones nominales, siguiendo patrones habituales, se habían ajustado con relativa lentitud y, por el momento, se habían mostrado poco sensibles a las condiciones del mercado laboral. Un Consejero indicó que la rápida caída en la inflación y la indexación salarial habían contribuido a un incremento importante en los salarios reales. Añadió que dada la debilidad de la actividad y los niveles de desempleo, se debería comenzar a ver una tendencia a la corrección de estas alzas de los salarios reales, mecanismo necesario para una recuperación con crecientes niveles de empleo y sin presiones inflacionarias. Un Consejero señaló que, a su juicio, no existían presiones de costos salariales adicionales a las que se derivaban de las cláusulas de indexación habituales.

Varios Consejeros resaltaron que en el mercado del crédito las tasas de interés habían continuado descendiendo, mientras que el *stock* de colocaciones

todavía no mostraba un repunte. Esta situación, agregaron, debería revertirse en el segundo semestre, a medida que siguiera reduciéndose la percepción de riesgo y se consolidara la recuperación de la economía. Un Consejero destacó que los *spreads* entre las tasas de captación y de colocación habían disminuido en el último mes, pero permanecían por sobre los niveles previos a la crisis externa. Un Consejero subrayó que el principal desafío era mantener abierto y fluido el canal del crédito, pues ello era particularmente crítico para la fase de recuperación del actual ciclo. Este Consejero llamó la atención sobre el hecho que, en su opinión, la banca seguía sometida a cierto grado de tensión, lo que se reflejaba en sus cuentas de resultados. Indicó este Consejero que, en lo que iba del año, los bancos habían constituido provisiones de cartera por una suma equivalente a 1.600 millones de dólares, lo que se asemejaba a una inyección o más bien a una reposición del patrimonio económico de ese momento del orden de 12%.

Respecto de la decisión acerca del estímulo monetario, todos los Consejeros concordaron en que la evolución del escenario macroeconómico resultaba, en general, bastante en línea con lo anticipado. Por ello, se reafirmaba la decisión de mantener un fuerte estímulo monetario por tiempo prolongado.

Algunos Consejeros destacaron que el escenario base del *IPoM* conllevaba una trayectoria de la TPM muy similar a la implícita en los precios de los activos financieros, con una normalización del estímulo monetario que comenzaría no antes del segundo trimestre del próximo año. Esto, señalaron, era coherente con no alterar los instrumentos de la política monetaria respecto de sus condiciones actuales.

Un Consejero recalcó que mientras la confianza de los agentes económicos permaneciera deteriorada y los flujos de créditos mostraran debilidad, se debería proceder con prudencia. Agregó que, en la medida que las expectativas mejoraran, el estímulo asociado al actual nivel de la TPM se haría sentir con creciente intensidad sobre la demanda y la actividad y, con ello, se lograrían los efectos buscados por la política monetaria. Por ello, indicó, en esta oportunidad la opción que surgía con claridad era la de no innovar.

Un Consejero señaló que descartaba completamente la opción de introducir nuevas medidas complementarias o de ampliar las existentes. Manifestó que no lo consideraba necesario y, de hacerse efectivas, sorprenderían al mercado, lo que podría tener altos costos.

Un Consejero llamó la atención sobre el hecho que las economías que habían impulsado políticas monetarias no convencionales habían ya iniciado una

discusión acerca de la estrategia de salida de esas políticas. Planteó que, aunque consideraba que el caso del Banco era mucho menos complejo, esa discusión debería comenzar luego, especialmente si se daba el caso de una recuperación aun más rápida que la del escenario central.

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).