

Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2009

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°147, celebrada el 15 de diciembre de 2009

Asisten el Presidente, don José De Gregorio Rebeco, el Vicepresidente Subrogante don Manuel Marfán Lewis, y los Consejeros don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

Asiste el Ministro de Hacienda Subrogante, señor Alberto Arenas de Mesa.

Asisten también 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 Asesor de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Igal Magendzo Weinberger; la Economista Senior, doña Erika Arraño González; y la Secretaria 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 diciembre. La presentación preparada por la Gerencia de División Estudios, basada en información públicamente disponible, puede ser consultada en la página web del Banco^{1/}.

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió acerca de la trayectoria esperada para la actividad y la demanda

interna. Se indicó que el escenario actual supone una recuperación de la actividad a una velocidad moderada, que incluso puede considerarse inferior a la que se ha observado en anteriores episodios cíclicos. En el caso de la demanda, esta velocidad de recuperación sería mayor. Se plantearon dudas respecto de cuál podría ser la magnitud de la diferencia entre la velocidad de recuperación de la actividad y la demanda interna, especialmente considerando que previo a la crisis una parte importante de la demanda se filtraba hacia bienes importados, comportamiento que no está descartado que pueda repetirse con mayor intensidad que lo previsto en los próximos trimestres.

Se debatió acerca de los niveles de las tasas de interés de los documentos del Banco Central. Se mencionó que su nivel actual no estaría desalineado respecto de lo que podría estimarse a partir de sus determinantes habituales. Se agregó que podría evaluarse que existe una mayor volatilidad, en particular porque están reaccionando con mayor fuerza a las noticias coyunturales, en especial de inflación y quizás las perspectivas de mayor emisión de deuda pública hacia el próximo año. En todo caso, se señaló que los movimientos no eran de magnitud excesiva.

Se revisó la evolución reciente de las colocaciones. Se indicó que se debía ser cuidadoso al evaluar el crecimiento anual del crédito, en especial a empresas, por cuanto a fines del año pasado varias compañías habían tomado líneas de crédito disponibles como un mecanismo de seguro ante posibles problemas de iliquidez. Con el pasar del tiempo, la reducción de la incertidumbre y la emisión de otros instrumentos —como los bonos—, dichas líneas fueron devueltas, lo que podría estar determinando lo que se aprecia en las variaciones anuales.

2. Opciones

Debido a la pronta divulgación del IPoM de diciembre, era natural que la principal consideración para las opciones fuesen las proyecciones incluidas en él y la trayectoria implícita para la Tasa de Política Monetaria (TPM).

En general, las perspectivas macroeconómicas eran similares a las consideradas en el IPoM de septiembre. Desde el punto de vista de la política monetaria, la trayectoria implícita para la TPM seguía considerando un escenario de incrementos a partir de mediados del próximo año, el que era comparable al de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de diciembre. La trayectoria para la TPM que se deducía de los precios de los activos en las dos semanas previas al cierre estadístico del IPoM, consideraba un proceso de normalización algo más intenso, principalmente en el 2011.

^{1/} <http://www.bcentral.cl/politicas/reuniones-politica-monetaria/index.htm>

En términos del escenario base del IPoM, la opción más plausible era mantener la comunicación de política de noviembre. Esto era, señalar que la TPM se mantendría en su nivel mínimo al menos hasta el segundo trimestre del 2010 y que su ritmo de normalización sería más gradual que el implícito en los precios de los activos financieros. Complementariamente, se podía señalar que este ritmo sería similar al que se deducía de la EEE.

La posibilidad de escenarios alternativos podía también considerarse en la decisión. En particular, un escenario internacional menos boyante y/o una recuperación cíclica de la demanda interna menos vigorosa reducirían las presiones inflacionarias y podrían llevar a una trayectoria de la TPM más estimulativa. Lo contrario también podía ocurrir. Otros escenarios de riesgo, vinculados a los movimientos internacionales de paridades o flujos de capitales, también podían tener implicancias sobre el ritmo de normalización de la política monetaria.

Con relación a aspectos comunicacionales y tácticos, no existían expectativas de cambios en la instancia monetaria en esta ocasión. El foco de la atención estaba puesto en las proyecciones del IPoM y el mensaje asociado de política monetaria, el que debía ser coherente con el comunicado de la Reunión.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que el panorama macroeconómico, en cuanto a sus implicancias para la política monetaria, no era muy distinto del previo. Concordaron que, en términos generales, las cifras confirmaban una velocidad de recuperación de la actividad similar a la proyectada. Un Consejero mencionó que las cifras del tercer trimestre mostraban que la recuperación se encontraba en marcha, pero introducían una cierta inquietud sobre su fuerza. Sin embargo, agregó que las perspectivas de una recuperación más vigorosa seguían bien sustentadas. Por ello, prosiguió, en la medida que la confianza de los agentes avanzara hacia su pleno restablecimiento, la fuerza de la recuperación mostraría una creciente intensidad. Un Consejero apuntó a que la inflación de noviembre había sido menor que la esperada, lo que sugería alguna preocupación, confirmando que la inflación se mantendría bajo cero por algunos meses, aunque las perspectivas hacia mediano plazo seguían reflejando un aumento gradual de la inflación.

En el ámbito externo, todos los Consejeros coincidieron en que se observaba una senda de recuperación, pero con bastantes riesgos. Varios Consejeros señalaron que existía la percepción, en parte justificada, de que la situación del

sistema financiero externo era frágil y que seguían presentes riesgos y amenazas relacionados con problemas estructurales no resueltos. Algunos Consejeros agregaron que la reciente rebaja en la clasificación de la deuda pública de algunos países atestiguaba que la situación fiscal en muchas economías era vulnerable y que los costos de las expansiones fiscales en economías que partieron de una situación frágil no eran menores. Algunos Consejeros resaltaron la necesidad de la mantención de políticas monetarias altamente expansivas, debido a que los mercados de crédito externos permanecían con muy baja actividad y la demanda por liquidez estaba en niveles muy altos. Un Consejero apuntó a la preocupación que surgía del aumento de los precios de las materias primas, que podría afectar la trayectoria futura de la inflación mundial, con sus consiguientes efectos internos.

Algunos Consejeros llamaron la atención sobre la apreciación de la moneda. Un Consejero señaló que este tema se había vuelto un factor de especial preocupación para las economías emergentes, que se producía en un contexto de debilidad del dólar y de búsqueda de retornos por parte de los inversionistas. Este Consejero añadió que el peso había mostrado bastante volatilidad y que las implicancias de todo ello debían ser procesadas cuidadosamente. Un Consejero destacó que la apreciación del peso había sido, en lo más reciente, brusca e inesperada, pero que desde que detonó la crisis financiera global, la evolución del peso, punta a punta, no había diferido de lo ocurrido con monedas comparables.

Un Consejero hizo hincapié en el comportamiento de los salarios. En su opinión, aunque era positivo que el crecimiento de los salarios reales se estuviera dando a tasas decrecientes, ponía una nota de cautela el que los salarios nominales seguían creciendo y alejándose de lo que se esperaba dadas las cláusulas de indexación habituales. Agregó que ello resaltaba por la dificultad de los salarios de ajustarse a las condiciones cíclicas, lo que podía obstaculizar el ajuste del empleo. De no ser así, añadió, abría dudas sobre la correcta medida de las brechas.

Un Consejero destacó que la curva de expectativas para la TPM se había moderado en el último mes, pero mantenía un grado de empinamiento más allá del corto plazo. Agregó que los analistas habían asumido las señales entregadas por el Banco y suponían que, en promedio, el ajuste de la TPM se iniciaría en el segundo trimestre del 2010. Un Consejero subrayó que, en noviembre, al anunciar el retiro de la Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) se tenía incertidumbre respecto del impacto sobre las perspectivas para la política monetaria. Indicó que tanto la EEE como los precios de los activos financieros daban cuenta de una trayectoria futura más expansiva que el mes pasado, con una TPM que, respecto de hace un mes, mostraba una diferencia en torno a 50

puntos base hacia el segundo trimestre del próximo año. Sin embargo, puntualizó que la expectativa que se deducía de los precios de los activos financieros todavía se situaba algo por sobre la EEE y lo que el Banco consideraba más adecuado en su escenario central.

Respecto de la decisión de política monetaria, un Consejero destacó que las presiones de mediano plazo para la inflación continuaban en rangos acotados, en parte por la falta de dinamismo del crédito y de la actividad, y también por la caída en el tipo de cambio, que era un fenómeno que debiera mantenerse. Añadió que, por ahora, no se avizoraban cambios ni en la tendencia de la actividad ni en la preferencia por riesgo que produjeran variaciones en las decisiones de consumo, inversión o portafolio que justificaran cambiar el curso de la política monetaria. A su juicio, esto explicaba la necesidad de mantener una política monetaria expansiva, lo que implica seguir con la TPM en su nivel actual y continuar con el calendario preestablecido para eliminar la FLAP.

Un Consejero indicó que el escenario macroeconómico estaba bastante alineado con lo previsto, por lo que se mantenía plenamente vigente la recomendación de política en orden a mantener la TPM en su actual nivel por un tiempo prolongado. Esto implicaba que, en el escenario más probable, debería permanecer en dicho nivel por lo menos hasta el segundo trimestre del próximo año. Añadió que la política monetaria había apoyado decididamente la recuperación y debía seguir cumpliendo ese rol. Mencionó que, por el momento, el principal riesgo que se enfrentaba era retirar el estímulo monetario prematuramente, antes que la recuperación se encontrara suficientemente asentada.

Un Consejero señaló que, en lo esencial, el escenario base del IPoM de diciembre, para efectos de la política monetaria, no difería sustancialmente del de septiembre. Esto era, un escenario de crecimiento moderado, una inflación que en todas sus medidas convergía desde abajo a la meta en el horizonte de proyección y una política monetaria que contemplaba un retorno suave y gradual a la normalidad, el que se iniciaría hacia el segundo trimestre del próximo año. Por ello, creía que la decisión coherente con ese escenario era mantener la TPM.

Un Consejero concluyó que, habida cuenta de los riesgos externos, el panorama inflacionario sugería que el estímulo monetario actual se debía mantener por un periodo prolongado. Añadió que no podía descartarse el uso de políticas no convencionales para asegurar el logro de la meta. Sin embargo, no le parecía que fuera un tema a discutir en esta ocasión, pues, en el escenario base, la convergencia de la inflación a la meta se lograba con la mantención de la TPM al menos hasta el segundo trimestre del 2010. Resaltó que para considerar medidas no convencionales, deberían observarse precios de activos desalineados

de manera significativa de lo estimado como necesario para producir el cierre de brechas y el alza en la inflación.

4. Acuerdo

El Consejo acordó, con los votos del Presidente señor De Gregorio y de los Consejeros señores Marfán, Marshall y Claro, mantener la tasa de interés de política monetaria en 0,5% anual.