

# Reunión de Política Monetaria

ABRIL 2010

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°153, celebrada el 15 de abril de 2010.**

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

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 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 Luis Opazo Roco; el Gerente de Investigación Económica Subrogante, don Pablo Pincheira Brown; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Rodrigo Cerda Norambuena; la Economista Senior doña Erika Arraño González; la Economista doña Mariana García Schmidt; y la Secretario General, doña Marllys 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 comentarios de los antecedentes

Se trató la recuperación de la economía estadounidense, la reacción de los mercados a las cifras que se van conociendo en el margen y lo señalado por las autoridades monetarias. Se indicó que la comunicación de la Reserva Federal en cuanto a la mantención de su tasa de política de referencia en niveles bajos por un tiempo prolongado era coherente con el colapso sin precedentes desde la post guerra que había sufrido la actividad. Ello, sin perjuicio que la lectura de las cifras recientes podía ser muy positiva.

En el frente nacional, se debatió respecto del impacto que había tenido el terremoto y maremoto de fines de febrero en las cifras macroeconómicas inmediatas. Se señaló que, tal como se había comunicado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo, no era descartable que los siguientes registros de actividad fueran negativos. Tampoco se podía descartar que parte de la inflación que no se había observado en el dato de marzo se verificara en los datos de los meses siguientes.

### 2. Opciones

Las principales consideraciones para esta reunión eran la estrategia de política monetaria contenida en el IPoM de marzo, los eventuales efectos en ella de los antecedentes coyunturales y las expectativas privadas.

La estrategia de política monetaria consideraba que debería iniciarse luego un proceso de normalización monetaria. Así, no se podía descartar *a priori* la opción de iniciar dicho proceso en esta reunión, con un alza de la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 25 puntos base. Sin embargo, los contornos de la política contenida en el IPoM también eran coherentes con la opción de mantener la TPM en su nivel mínimo en esta ocasión e iniciar el proceso de normalización en los meses venideros.

De este modo, la estrategia de normalización monetaria admitía grados de flexibilidad respecto del momento preciso de su inicio. Existía un *trade off* natural entre un inicio más pronto, pero con alzas más graduales, respecto de un inicio algo más tardío, con alzas que pudieran ser algo más intensas. No era evidente que en esta ocasión se pudiera detectar que una u otra opción fuese nítidamente más preferible si las diferencias eran solo de meses y no de trimestres en la selección del momento de inicio.

Las noticias coyunturales no alteraban el escenario de mediano plazo del IPoM. No obstante, tal como se constataba en el Informe, existía una elevada incertidumbre respecto de los registros de inflación y actividad en la coyuntura y la transitoriedad de las disrupciones de oferta y demanda por el terremoto y maremoto. A medida que pasara el tiempo, estas incertidumbres se irían despejando, agregando más información respecto de la marcha de la economía en el más corto plazo. Además, el escenario del IPoM consideraba un esfuerzo de reconstrucción con características y financiamiento que al momento de la reunión aún eran un supuesto de trabajo.

El mercado y los analistas habían incorporado en sus expectativas un escenario de mediano plazo, en términos de inflación, actividad y política monetaria, congruente con el contenido en el IPoM. Destacaba que estas expectativas no consideraban inambiguamente que el inicio del proceso de normalización monetaria debiese producirse en esta reunión. Esto podía ser un elemento táctico relevante a la hora de evaluar la ponderación que se le deseara dar a cada una de las dos opciones planteadas para esta reunión, justamente porque no se detectaba una incoherencia entre el escenario de mediano plazo implícito en la decisión de hoy y las expectativas privadas.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros señalaron que, en lo fundamental, las perspectivas de mediano plazo asociadas al escenario base del IPoM se mantenían plenamente vigentes. Además, concordaron en que, desde su publicación, la principal noticia era el dato de inflación de marzo, significativamente menor que las proyecciones de mercado. Coincidieron en que detrás de esta cifra podían estar elementos transitorios, entre otros, las dificultades en materia de recolección de información. Un Consejero indicó que solo con el tiempo y en la medida que se tuviera más información, se podría corroborar la transitoriedad del impacto del terremoto. Añadió que, en todo caso, la incertidumbre planteada en la reunión de marzo estaba lejos de despejarse. Un Consejero acotó que los efectos esperados del terremoto sobre el IPC no se habrían medido en la cifra de marzo, pero seguirían impactando las cifras de los próximos meses. Agregó que sería necesario esperar las próximas cifras de inflación para evaluar su reacción al terremoto e interpretar los impactos de oferta y demanda que de este se derivaran. Un Consejero destacó la dificultad de anticipar lo que ocurriría en los primeros meses después del terremoto. Señaló que las proyecciones de corto plazo contenían márgenes de error altos y, por lo tanto, no parecía prudente extraer conclusiones definitivas ni proyectar tendencias a partir de ellas. Un Consejero precisó que el bajo registro de inflación de marzo era un aspecto menor dentro

de los antecedentes para la reunión, y que no sería fundamental si se diera una sorpresa al alza en el registro de abril. Planteó que, como siempre, lo relevante era la evaluación de mediano plazo prevista para la inflación.

Varios Consejeros resaltaron que el Imacec de febrero, que se conoció días antes de ser publicado el IPoM y que también se construyó con información incompleta, del mismo modo había registrado un incremento inferior al esperado. Un Consejero destacó que más allá de la alta incertidumbre sobre la actividad en el corto plazo —marzo y abril—, quedaba por resolver en qué medida los registros de actividad estarían reflejando condiciones de demanda más acotadas o restricciones de oferta.

Varios Consejeros manifestaron que la Encuesta de Crédito Bancario daba cuenta de un ligero debilitamiento de la demanda por crédito. Un Consejero destacó que estas cifras podían sugerir que había algún cambio en la demanda, más allá de las evidentes interrupciones en la oferta derivadas del terremoto. A su parecer, este tema debería ser monitoreado con mucho detalle, especialmente porque esta cifra podría reflejar de manera muy dramática la reacción inicial a la catástrofe, sin constituir un cambio fundamental en la tendencia. Un Consejero señaló que diversos indicadores habían mostrado una gradual normalización de la actividad bancaria después de la crisis, pero que los agregados de crédito se mostraban todavía muy débiles. Agregó que algunas partidas, expresadas en términos reales, exhibían variaciones mes a mes negativas en lo más reciente. A su juicio, este comportamiento respondería, en gran medida, a una contención de la demanda por parte de empresas y personas. Por consideraciones de riesgo de crédito o de demanda de los clientes, la normalización de la actividad financiera podría debilitarse transitoriamente, lo que tendría implicancias para la conducción de la política monetaria.

Varios Consejeros indicaron que el escenario externo no había cambiado mayormente y se apreciaba promisorio. Un Consejero señaló que la principal noticia era la consolidación de la recuperación en el mundo. También resaltó que, para efectos del análisis y del impacto sobre Chile, creía que el progresivo retraso de las expectativas sobre la normalización de la política monetaria en los países desarrollados debería comenzar a detenerse. Un Consejero mencionó que, aunque la economía mundial se recuperaba pausada pero sostenidamente, los riesgos del escenario internacional seguían latentes y que la situación de Grecia y la debilidad fiscal de otras economías europeas constituían el riesgo más significativo.

Respecto de la decisión de política monetaria, todos los Consejeros destacaron el alto grado de incertidumbre del escenario macroeconómico en el corto plazo.

Agregaron que las tendencias de mediano plazo para la inflación no habían cambiado respecto del IPoM y que seguía siendo válido que la política monetaria comenzaría a normalizarse. No obstante, también coincidieron en que no era evidente que estuvieran las condiciones para comenzar dicha normalización en esta reunión.

Un Consejero resaltó que a la espera de tener información que revelara más claramente las tendencias inflacionarias, era fácilmente descartable la opción de subir la TPM. En su opinión, se debía seguir con atención los desarrollos en los meses siguientes para poder aplicar la dosis de ajuste monetario adecuada, que no debilitara el proceso de reconstrucción, pero que se anticipara a las presiones inflacionarias. En especial, por cuanto esto último podría llevar a un proceso de ajuste monetario más intenso si el ajuste de la política monetaria se retrasaba.

Un Consejero manifestó que el *trade off* entre un inicio más pronto de la normalización de la política monetaria, con variaciones más graduales, y uno más tardío, con cambios mayores, era siempre válido cuando era evidente que la TPM estaba lejos de su nivel de largo plazo y se iría normalizando, pero que cuando aumentaban los grados de incertidumbre respecto de dónde debería llegar la TPM en el corto plazo, dicho *trade off* se hacía menos preciso. A su juicio, esto era relevante para realizar una estimación puntual sobre el nivel en que debiera estar la TPM, por ejemplo, en diciembre de este año. Sostuvo también que darle mayor relevancia a un número específico para una variable de esta naturaleza en una fecha relativamente cercana, podría tomarse como una especie de compromiso de la autoridad, lo cual no era lo que se pretendía, entre otras cosas, porque no se haría cargo de la incertidumbre existente. En su opinión, los antecedentes macroeconómicos daban cuenta de que el proceso de normalización monetaria comenzaría en un futuro cercano, pero que la opción de iniciarlo en esta reunión no resultaba razonable.

Un Consejero mencionó que la opción de comenzar el proceso de normalización de la política monetaria en esta reunión no sopesaba adecuadamente la incertidumbre que los últimos registros de inflación y actividad entregaban. A su juicio, las condiciones para una inminente normalización de la política monetaria no se observaban con claridad.

Un Consejero señaló que se podría sugerir la conveniencia de iniciar prontamente el proceso de ajuste, incluso en esta reunión, para que este procediera gradualmente en el tiempo y los mercados pudieran asimilar ordenadamente las nuevas condiciones monetarias. Sin embargo, expresó que existían argumentos para no innovar en esta reunión y dejar más bien abierta la decisión sobre el mes preciso en el que se iniciaría el ciclo de ajuste. Primero, que la incertidumbre

sobre los desarrollos de corto plazo era aún alta. Iniciar el ciclo de alzas e interrumpirlo a medio camino generaría ruido y tendría costos. Segundo, que si bien las proyecciones de mediano plazo estaban bien asentadas y eran ampliamente compartidas por el mercado, los datos coyunturales de actividad e inflación parecían aún insuficientes para iniciar este proceso. Tercero, que la magnitud del ajuste de la TPM que habría que realizar antes de fin de año no era excesivamente grande y, por tanto, no era imperativo iniciarlo en esta oportunidad. Finalmente, que el mercado no esperaba cambios en esta reunión y que no parecía conveniente sorprenderlo con una decisión distinta.

Un Consejero indicó que los costos de equivocarse en esta reunión estaban claramente desbalanceados. Mantener la tasa, si lo correcto era subirla, tenía, a su juicio, costos muy inferiores a elevarla, si lo correcto era mantenerla. Por ello, estimaba que la mejor opción era mantener la TPM en su nivel actual. En su opinión, aunque había un alto grado de incertidumbre respecto del muy corto plazo, la moda estadística del escenario del IPoM respecto de la primera alza se ubicaba antes de que terminara el trimestre en curso.

#### 4. Acuerdo

---

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