

Reunión de Política Monetaria

MAYO 2009

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°138 celebrada el 7 de mayo 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 Zaldívar; 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; la Economista Senior, doña Erika Arraño González; la Economista, doña Mariana García Schmidt; y el Secretario General Interino, don Juan Pablo Araya Marco.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

Los antecedentes presentados corresponden a los incluidos en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de mayo. 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

Se discutió respecto de los niveles efectivos de las tasas de interés en otras economías y su diferencia respecto de lo estimado por una regla de Taylor. Se indicó que el nivel de la tasa de Estados Unidos influía en la determinación de tasas neutrales del resto de las economías y que solo por este hecho la regla sugería tasas de interés más bajas. Se discutió respecto de la evolución de los *Credit Default Swaps* (CDS). Se indicó que cuando se desató la crisis y se generó una demanda por instrumentos líquidos, se castigó activos con mayor iliquidez relativa. Ello implicó un aumento del EMBI de Chile y de paso el incremento de los CDS. En todo caso, se acotó, que los niveles de los CDS eran bastante bajos.

En el plano local, se destacó la evolución de las ventas de viviendas nuevas. Se señaló que su reciente aumento respondía a la baja de tasas de interés, a la revisión por parte de los bancos de las condiciones crediticias y a los subsidios gubernamentales. Esto último se reflejaba en que las ventas que más habían aumentado eran en tramos sujetos de subsidios. Se indicó que también había una preferencia de los inversionistas por estos activos. Con todo, se podía considerar que los antecedentes parciales para el sector Construcción eran alentadores, especialmente viniendo de un sector que debía responder a las acciones de política monetaria.

Se discutió acerca de la interpretación de la caída de los inventarios a fines del 2008 y de las percepciones del empresariado y sus implicancias para la actividad futura. Se argumentó que si la reducción correspondía a algo no deseado, entonces se podría dar un repunte bastante fuerte hacia adelante. Por el contrario, si era deseada, el repunte sería más lento.

2. Opciones

Un antecedente central para la reunión eran las perspectivas y proyecciones asociadas al proceso de elaboración del IPoM de mayo. Usando como supuesto metodológico para las proyecciones de crecimiento el promedio de las trayectorias proyectadas bajo distintos supuestos de velocidad de repunte del PIB hacia el segundo semestre, se obtiene un nivel para la Tasa de Política Monetaria (TPM) del orden de 1% hacia el tercer trimestre de este año. Dado lo anterior, junto con los antecedentes coyunturales y las expectativas privadas, se consideró que las opciones de política monetaria más plausibles eran una reducción de 25 o de 50 puntos base.

En primer lugar, la magnitud de la reducción estaba fuertemente determinada por el punto más bajo del ciclo de tasas que se consideraba adecuado para la coyuntura. Mecánicamente, mientras menor fuera dicho nivel, mayor debería ser el movimiento de la TPM. Por ejemplo, si se consideraba que lo más probable era que el menor nivel de la TPM que se alcanzaría se ubicaba algo por encima de 1%, una reducción de 25 puntos base parecería ser la adecuada. Si el nivel más reducido estaba por debajo de 1%, entonces una reducción de 50 puntos base era lo recomendable. Este argumento descansaba en el supuesto de que lo mejor era alcanzar rápido el nivel objetivo para la TPM. Debido a que habitualmente se cree más conveniente movimientos de política que converjan gradualmente al nivel de objetivo, una reducción de 25 puntos base daría la señal de que este nivel era mayor que una reducción de 50 puntos base. A menos que se cambiara de manera significativa el sesgo futuro. En todo caso, dada la configuración de proyecciones contempladas para el IPoM, no parecía probable que luego de la decisión, fuera esta de una reducción de 25 o de 50 puntos base, se pudieran descartar rebajas adicionales. El promedio de proyecciones del escenario base del IPoM consideraba un nivel mínimo para el ciclo de la TPM en torno a 1%. Por ello, incluso con una reducción de 50 puntos base, no se podía descartar una rebaja adicional.

En segundo lugar, en esta ocasión era más relevante que en otras considerar el efecto de la decisión en la estructura de tasas de interés y en las expectativas para la TPM. Más allá de la magnitud de la decisión, las trayectorias para la TPM en escenarios de crecimiento que consideraban el promedio de las proyecciones discutidas en las reuniones preparatorias del IPoM de mayo llevaban a una senda para la TPM por debajo de lo que esperaba el mercado. El empinamiento de la estructura de tasas de interés de mercado hacia el mediano plazo era indicativo del efecto de la menor incertidumbre global sobre los precios de los activos financieros en Chile. Sin embargo, las perspectivas de brechas y de inflación consideradas en el promedio de las proyecciones de distintos escenarios sugerían presiones desinflacionarias relevantes. Por ello, validar el diagnóstico de mercado, en el sentido de que en algunos trimestres más se podría iniciar un proceso sostenido de normalización monetaria, era por el momento aventurado, a menos que se considerara que efectivamente la economía tomaría pronto un repunte sustancial. Por lo anterior, la decisión de política debía vincularse con el diagnóstico global de política monetaria contenido en el IPoM. No era evidente que una reducción de 25 puntos base, a menos que se agregará un sesgo muy explícito, fuera plenamente congruente con un escenario donde se señalara que la trayectoria hacia delante era más plana que la considerada por el mercado. En todo caso, este último diagnóstico se consideraría una vez tomada la decisión de esta reunión.

Al igual que en otras ocasiones, existían consideraciones comunicacionales y tácticas. En términos de lo que esperaba el mercado, no parecía que una reducción

de 25 o de 50 puntos base fuera de por sí sorpresiva. Lo que probablemente sí sorprendería al mercado era si la decisión, cualquiera que fuera, no contemplaba un sesgo. Por otro lado, el mercado naturalmente leería de la decisión la dirección gruesa del mensaje del próximo IPoM, en particular en lo referente a la evolución esperada de las holguras de capacidad y de la inflación hacia el 2010.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros destacaron la constatación de mayores signos de estabilización en el plano externo, especialmente por la evolución de los precios de los activos financieros, el alza del precio de las materias primas y los signos de un repunte de la actividad industrial y las expectativas de los agentes económicos. Asimismo, todos los Consejeros destacaron que, aunque estas novedades eran indicativas de que se había reducido la probabilidad de ocurrencia de los escenarios adversos más extremos, los niveles de incertidumbre seguían siendo muy elevados y no era posible descartar nuevas turbulencias. Un Consejero destacó que los datos tanto de actividad como de precios de activos en EE.UU. eran auspiciosos, pero que aún no daban luces respecto de la velocidad de recuperación que podrían mostrar las economías desarrolladas. Agregó que, no obstante, eran elementos positivos consecuentes con el aumento en precios de activos y con las mejores perspectivas observadas en Chile. Un Consejero llamó la atención acerca de los posibles efectos sobre el sistema financiero de los resultados de los ejercicios de tensión de los bancos en EE.UU.

Un Consejero indicó que era posible que lo drástico de las caídas en el crecimiento, que se habían observado en las principales economías a fines del año pasado y comienzos de este año, fuera producto de un ajuste de inventario, tal como había ocurrido en Chile. Por ello, añadió, no podía descartarse la posibilidad de un repunte rápido en la actividad, de corto plazo, como consecuencia sólo de la reacumulación de inventarios. Por esta razón, le parecía factible que, dada la anormalmente elevada sincronía del ciclo económico, la salida a la caída en la actividad fuese simultánea en muchas economías, tal como había sido la caída misma.

Un Consejero indicó que, a su juicio, las burbujas de excesos de endeudamiento y otros afines normalmente eran la consecuencia más que la causa de grandes desequilibrios. Añadió que los grandes desequilibrios globales a los cuales se había hecho referencia en otras oportunidades no se habían corregido. Por ello, indicó, seguían existiendo riesgos importantes, especialmente ante un cuadro en que la actividad se recuperara rápido sin que se diera un ajuste de los precios relativos.

En el plano interno, todos los Consejeros destacaron la sorpresa que había representado la baja inflación de abril, lo que reafirmaba la fuerte tendencia descendente de la inflación, las perspectivas de un panorama con variaciones anuales bajas hacia delante y la debilidad de la demanda interna. Un Consejero destacó que las cifras de inflación subyacente corregidas por los ajustes metodológicos introducidos en la medición del IPC en los últimos meses entregaban un panorama de desinflación importante, pero bastante más gradual que el del IPC total. Un Consejero llamó la atención acerca del panorama de presiones inflacionarias muy contenidas que se deslizaba de la evolución de la inflación a abril, a lo que se sumaba la apreciación del tipo de cambio desde la reunión anterior y la evolución de los salarios. Agregó este Consejero que los temores a una propagación prolongada de los *shocks* inflacionarios acumulados desde el 2007 se habían disipado, aunque no era posible descartar presiones subyacentes en algunos sectores específicos.

Un Consejero destacó que la acumulación de cinco registros de inflación negativa en los últimos seis meses aumentaba la probabilidad de que, por algún tiempo, se tuvieran variaciones anuales negativas para la inflación total. Indicó este Consejero que era importante destacar que ello no constituía un período de deflación, pues este se entendía como una caída sistemática de los precios, en un ambiente de una prolongada recesión. Agregó que solo de observar las comparaciones internacionales en materia de actividad, se podía concluir que Chile estaba lejos de un proceso de debilidad como el que enfrentaban las naciones desarrolladas y muchas economías emergentes, incluso con inflaciones superiores a la chilena. Indicó que en Chile lo que se estaba observando era una reversión rápida de los aumentos de precios que habían tenido su origen en un *shock* de precios internacionales y que habían estado sujetos a una propagación dentro de rangos normales. Añadió que, con todo, la configuración de un panorama deflacionario global era un riesgo en materia internacional, lo mismo que la posibilidad de que se diera un aumento de la inflación mundial en el mediano plazo. Esto, finalizó, graficaba el nivel de incertidumbre que existía a nivel global.

Varios Consejeros destacaron que el Imacec de marzo había sido algo mejor que lo previsto, sugiriendo que la economía chilena se encontraba más cerca de una estabilización. Se añadió que, aunque no era posible cambiar la evaluación del escenario de debilidad económica que se había producido durante el primer trimestre, se abría la posibilidad de que en el segundo trimestre se iniciara una recuperación del crecimiento.

Respecto de los factores que podían inclinar la decisión por alguna de las opciones planteadas, un Consejero indicó que la suma de antecedentes reafirmaba la necesidad de continuar con la relajación monetaria iniciada en enero, de modo

de asegurar que la inflación proyectada convergiera a la meta. Agregó que no había novedades que sugirieran detener este proceso y que, en el margen, había incluso señales, como la noticia de inflación, que reafirmaban la necesidad de profundizar el ajuste monetario. Indicó que la relajación monetaria también era coherente con un adecuado manejo de riesgos, en el cual la materialización de escenarios de mayor debilidad mundial, turbulencias financieras y presiones deflacionarias tendría costos mayores que los que se pudieran generar de la materialización de escenarios más auspiciosos. Prosiguió agregando que, aunque fuesen menos probables que hace unos meses, lo que se debía prevenir eran las consecuencias sobre la actividad y, por ende sobre la inflación, de escenarios de mayor deterioro global. Incluso, añadió, si la recuperación era algo más rápida, probablemente sería con una inflación contenida. Ello, finalizó, justificaba una relajación monetaria significativa.

Un Consejero indicó que la suma de antecedentes indicaba con claridad la necesidad de proceder a un nuevo recorte de la TPM. Agregó que si bien su nivel ya era bastante bajo, existía todavía un espacio para actuar que debía ser aprovechado. Indicó este Consejero que el escenario base del IPoM incorporaba como supuesto de trabajo una TPM que llegaba a niveles por debajo de lo que esperaba el mercado, por lo menos con la información disponible hasta el día previo a la reunión. En todo caso, indicó, lo más importante era la señal acerca del curso futuro de la política monetaria y, en particular, sobre el nivel que podría alcanzar la TPM en este ciclo de ajuste. Agregó que, como gran parte del ajuste ya se había efectuado, y la TPM se ubicaba en un nivel bastante bajo, se podría sostener la conveniencia de dosificar o graduar los próximos movimientos, y mantener así una cierta capacidad de reacción hacia delante. Ello, señaló, llevaría a recomendar un recorte de solo 25 puntos base en esta oportunidad. Sin embargo, prosiguió, en estas circunstancias, un ajuste de esa magnitud sería interpretado como algo tímido y sugeriría una convergencia de la TPM hacia un nivel no muy distante del actual, lo que no era congruente con el escenario base del IPoM. En su opinión, para ser suficientemente equilibrado, un recorte de 25 puntos base requeriría ir acompañado de un marcado sesgo bajista, pero la combinación de ambas señales no sería fácil de leer o interpretar por parte del mercado. Agregó que la opción de una rebaja de 50 puntos base resultaba más alineada con el escenario base, a la vez que cubría de mejor forma el riesgo de que la debilidad de la demanda y las bajas tasas de inflación permanecieran por un tiempo prolongado.

Un Consejero indicó que el antecedente más importante para la decisión era el diagnóstico del IPoM, que indicaba que la TPM objetivo que garantizaba la convergencia inflacionaria se encontraba en torno a 1% en el tercer trimestre del año. De ahí, añadió, que cualquiera de las dos opciones planteadas permitiría

acomodar el recorte de la TPM necesario para alcanzar dicho nivel en el espacio de un trimestre. Agregó que en la medida que los riesgos siguieran sesgados a la baja en materia de actividad e inflación, parecía más apropiada una estrategia más proactiva y menos gradual, de manera de dejar al Banco mejor preparado para enfrentar escenarios alternativos. En cambio, señaló, si se tenía la percepción de que los riesgos estaban más equilibrados, la estrategia de reducción gradual tenía ventajas, ya que minimizaba los riesgos ante cualquier cambio de escenario. Indicó que, en su opinión, el antecedente que inclinaba la balanza a favor de un ajuste más proactivo era la cifra de IPC de abril, que sugería que la economía seguía enfrentando un cuadro de debilidad generalizada de la demanda interna.

Un Consejero señaló que todos los antecedentes apuntaban a una reducción de la TPM. Añadió que los modelos del Banco, así como las opiniones de mercado, estimaban que la TPM llegaría a niveles que estaban todavía por debajo de 1,75%. Agregó que un antecedente importante para la decisión era identificar si la reducción de las perspectivas de inflación se explicaba por *shocks* de oferta o más bien por una debilidad de la demanda. Aunque en ambos casos la recomendación debiera ser reducir la TPM, los fundamentos eran distintos. En el caso de responder a razones de oferta, solo por *Principio de Taylor* la tasa de interés nominal debería reducirse, de forma de mantener la TPM real constante. En el caso de responder a *shocks* de demanda, la obligación de la política monetaria, en un esquema de metas de inflación, era estimular la demanda de manera de retornar rápidamente al equilibrio. Añadió que en la evolución reciente de la inflación claramente se apreciaba el efecto de demanda. Por ello, creía que reducir la TPM en 50 puntos base era la mejor opción, por cuanto en las actuales condiciones del ciclo era importante llegar rápido a una tasa de interés que diera el impulso monetario que se requería. Añadió que, en todo caso, existía el riesgo de que la recuperación de la demanda agregada fuese más rápida que la prevista, lo que no podía descartarse porque una buena parte de la caída de la actividad respondía a un ajuste de inventarios, que podía tener una reversión rápida. Sin embargo, prosiguió, el costo de equivocarse en rebajar 50 y no 25 puntos base era mucho menor que el costo de bajar la TPM en 25 puntos base cuando la hipótesis correcta era que la recuperación pudiera ser más lenta.

Un Consejero indicó que la decisión estaba gobernada por la trayectoria de tasas que se esperaba comunicar al mercado en el contexto del escenario base del IPoM. Indicó que las perspectivas para la actividad, aunque algo por encima en el margen, estaban dentro de los rangos esperados por el mercado. Por lo anterior, y por la coherencia de la comunicación de la política monetaria, le parecía que no era aconsejable sugerir una trayectoria de tasas significativamente menor que la del mercado. De hacer esto último, añadió, consideraba que se corrían dos riesgos. En primer lugar, debilitaría las perspectivas sobre la recuperación

de la actividad. En segundo lugar, se arriesgaba provocar un empinamiento de la curva de rendimiento, dada la necesidad futura de subir la TPM. Agregó que las expectativas de mercado ya estaban marcando alzas muy moderadas a partir del último trimestre del 2009 en un contexto de mejores expectativas, lo que no necesariamente estaba en el escenario base del IPoM. Añadió que si estas mejores expectativas se consolidaban y la decisión de política monetaria se alejaba de lo esperado por el mercado para los próximos meses, las tasas de largo plazo podrían subir y limitar el impulso monetario deseado. Por ello, finalizó, se debía ser cautelosos en no sobre-reaccionar con la TPM para no inducir así aumentos mayores en las tasas de largo plazo. En todo caso, agregó, dados los niveles de *spreeds* en las tasas de interés, la TPM era menos expansiva que en los niveles equivalentes alcanzados en épocas anteriores. Por ello, avanzar en el margen hacia una política monetaria más expansiva parecía adecuado dadas las menores expectativas de inflación y de actividad.

Respecto del sesgo futuro de la TPM, un Consejero indicó que, a su juicio, la pregunta central era hasta donde llegaría la TPM y cuando debería concluir el proceso de relajamiento monetario. Agregó que de la discusión del IPoM se concluía que la TPM debería situarse en torno a 1% y si a eso se le agregaban consideraciones de manejo de riesgo en los escenarios más costosos, se podía sostener una TPM de 0,75% en los próximos meses. Añadió que aunque este nivel era algo inferior al que podría estimarse con los modelos, la magnitud de la diferencia era menor comparada con los costos de los riesgos que se enfrentaban. Por lo tanto, indicó que, a su juicio, la TPM debería llegar a ubicarse entre 0,75 y 1%. Agregó que, además, dada la situación actual, su preferencia era que esto ocurriera luego, para anunciar que el período de aumento del impulso monetario habría concluido. Un Consejero indicó que se debía dar espacio para una nueva baja de la TPM en el futuro, pero que ese espacio debía ser lo suficientemente amplio como para permitir una postergación de esa baja o simplemente que ella no se efectuara. En todo caso, añadió este Consejero, creía que lo más importante era dejar claro que la TPM permanecería en niveles similares a los actuales por el tiempo que fuera necesario para cumplir con la meta de inflación. Un Consejero indicó que era necesario destacar que el período de aumento del impulso monetario se encontraba próximo a terminar.

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 1,25% anual.