

# Reunión de Política Monetaria

JULIO 2010

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°157, celebrada el 15 de julio 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.

Asiste el Ministro de Hacienda Subrogante, señor Rodrigo Álvarez Zenteno.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur 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 Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Rodrigo Cerda Norambuena; el Economista señor Felipe Labbé Castillo y la Secretario General, doña Marlys 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 discutió acerca de la evolución de las condiciones crediticias en los mercados desarrollados, en particular en Estados Unidos. Se señaló que la lectura era compleja, por cuanto había marcadas diferencias entre los distintos segmentos y tipos de créditos, en particular respecto de las empresas y bancos más pequeños que no mostraban signos de mejora. Se agregó que parte de los problemas de los bancos más pequeños obedecía a que una fracción relevante de sus carteras aún estaba compuesta por préstamos hipotecarios de mala calidad, lo que no les permitía expandir el crédito a otros sectores.

Se debatió sobre la evolución de las proyecciones de crecimiento mundial en el último mes, en particular las posibles diferencias entre el escenario base del IPoM de junio y lo que el mercado y/o el Fondo Monetario Internacional (FMI) esperaban para este año y el próximo. Se indicó que parte importante de la diferencia respecto del escenario base del IPoM, que consideró un menor crecimiento, obedecía a que los datos recientemente conocidos de actividad del primer semestre habían sido mejores que lo anticipado. En todo caso, se indicó que las diferencias no eran significativas. También se resaltó la diferencia que se apreciaba entre el crecimiento proyectado para Chile y el promedio mundial, con una economía local que se iba acelerando al mismo tiempo que el promedio mundial se desaceleraba. Se acotó que esto podía explicarse por los efectos sobre la base de comparación a partir del 27-F o por el hecho que los promedios escondían dispersiones, y que, probablemente, varias otras economías se encontraban en una situación similar a la chilena.

Se discutió respecto de la sostenibilidad de los planes de ajuste que se estaban proponiendo en algunos países de Europa, en especial, porque sus tamaños en relación con el PIB parecían bastante elevados. Se indicó que los plazos que estaban estableciendo los propios países podían ser muy ambiciosos y que parecía más razonable lo señalado por el FMI, que daba plazos del orden de 20 años. Se agregó que había varios factores que aumentaban las dudas sobre la capacidad de ajuste. Por ejemplo, se suponían caídas del déficit, que no solo estaban determinadas por un menor gasto, sino que también por dinámicas de crecimiento del ingreso que parecían muy dependientes de aumentos tributarios inciertos, escenarios que diferían de lo previsto por el mercado en algunos países; o el hecho que los principales socios comerciales de los países de la Zona Euro fueran otros miembros de esa Zona con los que tenían un tipo de cambio fijo, lo que podía incrementar el efecto contractivo de un ajuste fiscal.

Se comentó acerca de la evolución reciente de las tasas de interés de corto plazo, los *spreads* de financiamiento bancario y el efecto que el término de

la FLAP pudo tener sobre estos. Se indicó que el fin de la FLAP hizo que los bancos deshicieran posiciones muy líquidas, vendieran sus PDDB y revirtieran sus excesos de reservas para hacer frente a sus compromisos. En ese contexto, surgía la duda si acaso el alza de las tasas de interés de corto plazo podía estar correlacionada con un problema de liquidez y si el nivel de los *spreads* de financiamiento bancario era anormal. Se indicó que, efectivamente, se había apreciado un alza de las tasas de interés de corto plazo y en los *spreads* a un año plazo, asociada al comportamiento de los depósitos bancarios, fenómeno que, en todo caso, sería transitorio.

## 2. Opciones

---

Para esta reunión, además de aspectos tácticos y comunicacionales, la principal consideración era la estrategia de política monetaria contenida en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio y su coherencia con los antecedentes coyunturales. Este conjunto de antecedentes llevaba a evaluar que la opción más plausible era incrementar la TPM en 50 puntos base (pb).

La información coyuntural y sus implicancias para las perspectivas más inmediatas de la actividad y la demanda no eran materialmente muy distintas de lo considerado en el IPoM.

Por un lado, los datos coyunturales seguían dando cuenta de tendencias subyacentes acotadas para las presiones inflacionarias. Aunque un conjunto de analistas en la Encuesta de Expectativas Económicas de julio, aún no mayoritario, había desplazado la inflación esperada a dos años hacia niveles por encima de 3%, ello no constituía todavía un desvío que se pudiera considerar relevante para efectos de la política monetaria. Los riesgos de un escenario externo más débil seguían presentes, en particular a pocos días de que se conocieran los resultados de los ejercicios de tensión de la banca europea. Estos antecedentes hacían poco recomendable, en esta ocasión, acelerar el ritmo de normalización de la política monetaria.

Por otro lado, se seguía evaluando que el muy significativo dinamismo reciente de la demanda y algunos componentes de la actividad tenía componentes transitorios. Esta transitoriedad se apreciaba, principalmente, en las importaciones de bienes de consumo y de capital, y en algunos indicadores de la actividad comercial. Ello no alteraba el diagnóstico de que las tendencias de más mediano plazo seguían siendo positivas para Chile, en términos tanto de crecimiento global como de condiciones financieras y precios de materias primas. A su vez, la inflación anual se ubicaría, como estaba previsto en el IPoM, en la parte superior del rango meta.

Estos antecedentes, junto con algunos de los riesgos identificados en el IPoM de junio —asociados a un dinamismo más persistente de la actividad y la demanda—, llevaban a descartar la posibilidad de reducir en esta ocasión el ritmo al cual se estaba normalizando la política monetaria.

Aunque la velocidad a la que se realizara el proceso de normalización nunca era una elección evidente, el proceso de elaboración del IPoM, en el contexto de un escenario base, había permitido comunicar dicha estrategia al menos para el corto plazo. Las expectativas privadas, tanto de los analistas como aquellas implícitas en los precios de los activos, habían recogido apropiadamente los contornos de dicha estrategia. En la medida en que se estimara que los escenarios de riesgo delineados en el IPoM no se habían materializado o, al menos, cambiado significativamente de probabilidad relativa, no parecía conveniente señalar un rumbo distinto para la política monetaria del que estaba implícito en esas expectativas en ese momento. De estimarse que dichas probabilidades eran distintas, lo conveniente podía ser modificar los contenidos del comunicado de la reunión, destacando la mayor relevancia de alguno de los escenarios de riesgo.

Por lo anterior, una decisión que se alejara de lo esperado, con contenidos significativamente distintos del comunicado anterior o con un aumento diferente de 50pb, probablemente sería sorpresiva. Ello podría señalar que el Banco tenía un diagnóstico distinto al que indicó en el último IPoM y que el Consejo consideraba prudente transparentar dicho mensaje.

## 3. Decisión de política monetaria

---

Respecto de la evolución del escenario macroeconómico, todos los Consejeros coincidieron en que la economía chilena y su entorno externo evolucionaban de manera coherente con el escenario base del último IPoM. Asimismo, todos los Consejeros concordaron en que la situación del escenario internacional relevante para Chile no había cambiado mayormente desde la reunión anterior. Varios Consejeros destacaron la consolidación de las preocupaciones respecto de los escenarios de riesgo, en particular por la situación fiscal de algunas economías europeas y la debilidad de los sistemas bancarios. Un Consejero recalcó que la economía mundial seguiría con un crecimiento pausado y que no se podía descartar alguna desaceleración en los países industriales, debido al proceso de desapalancamiento de los elevados niveles de deuda, al retiro de los estímulos fiscales, en especial en economías con situaciones fiscales delicadas, y al aumento de las tensiones financieras. No obstante, agregó que, en su estado actual, estos riesgos no deberían afectar el curso esperado de la política monetaria internamente.

Un Consejero indicó que el cuadro de incertidumbre actual provocaba interrogantes sobre el crecimiento mundial de mediano y largo plazo, y que, en el corto plazo, lo más probable era que persistiera bastante volatilidad en los mercados financieros. Agregó que la situación era particularmente compleja para las economías emergentes, que mostraban un marcado dinamismo impulsado por factores internos. Añadió que sus autoridades debían, por una parte, asegurar que el crecimiento se encauzara sobre bases estables y que las presiones inflacionarias permanecieran contenidas y, por otra, monitorear con atención la evolución de los factores de riesgos que amenazaban a la economía mundial. Un Consejero indicó que, en su opinión, las cifras fiscales de muchos países, aún con los ajustes ya realizados, reflejaban una importante debilidad y que las proyecciones de reducción del déficit, en muchos casos, descansaban en supuestos optimistas respecto de la posibilidad de generar nuevos ingresos y/o reducir los gastos. Agregó que creía razonable esperar que esta incertidumbre se mantuviera por un tiempo prolongado. Un Consejero destacó que los mercados financieros europeos mostraban una tensa espera de la divulgación de los *stress-tests* que se publicarían en la segunda mitad de julio, los que presumiblemente contribuirían a transparentar la situación de la banca en esa región. Añadió que le parecía razonable que, en caso de ser necesarios requerimientos importantes de capital en algunas instituciones relevantes, los mecanismos con los que se proveerían fueran anunciados rápidamente, para así evitar tensiones innecesarias. Agregó que, en todo caso, las perspectivas para la recuperación económica en Europa eran, en su opinión, débiles, y seguía siendo una fuente de riesgos importante, especialmente dada la fragilidad de la situación fiscal.

En el plano local, todos los Consejeros resaltaron la sorpresa que había constituido el elevado crecimiento del Imacec de mayo, lo que daba cuenta de un dinamismo importante, principalmente impulsado por la demanda interna. Un Consejero destacó que las proyecciones del sector privado para el crecimiento del PIB del 2010 habían ido aumentando y denotaban una fuerte aceleración en el segundo y tercer trimestre. Sumado a ello, también la proyección de mercado para el 2011 era elevada, cerca de 6%, y la demanda interna seguía exhibiendo altas tasas de crecimiento y, más allá de una probable moderación hacia fines de año, su incremento para el 2010 superaría con creces el del PIB. Un Consejero resaltó que varios factores apoyaban esta evolución de la actividad y la demanda interna, como las políticas macroeconómicas en curso, en particular la política monetaria, la evolución de la masa salarial, la creciente normalización o flexibilización de las condiciones ofrecidas por los bancos, el repunte de los agregados crediticios y el esfuerzo de reconstrucción posterior al terremoto. Agregó que, en todo caso, persistía alguna incertidumbre sobre la evolución de la demanda en el mediano plazo, por cuanto el riesgo de que adquiriera una velocidad mayor que la esperada estaba presente y debía ser procesado con atención. Algunos Consejeros destacaron

que los últimos datos mostraban también algunas señales de desaceleración acordes con lo anticipado, como se derivaba de las importaciones, tanto de bienes de consumo como de bienes de capital, y de algunas medidas de expectativas. Algunos Consejeros también resaltaron que si bien el empleo seguía mostrando fuertes tasas de incremento en doce meses, en el margen tendía a estabilizarse.

Sobre la inflación, todos los Consejeros coincidieron en que el dato de junio había sido algo inferior a lo previsto, lo que no se había repetido en las medidas subyacentes. Agregaron que era esperable que en los próximos meses la inflación anual tuviera un alza dentro de niveles acotados, derivado no solo de efectos puntuales, como el alza de las tarifas del transporte público o del servicio eléctrico, sino que también por las naturales presiones derivadas del dinamismo que estaba teniendo la economía.

Varios Consejeros destacaron el incremento de las colocaciones, que se habían estancado durante un período importante. Un Consejero agregó que esto daba cuenta de una creciente normalización en el sistema financiero y de la disposición a tomar más riesgo por parte de la banca. Ello, señaló, aun cuando la banca todavía prefería mantener una posición de liquidez anormalmente alta, lo que, dada la incertidumbre global aún reinante, podía ser un fenómeno que se mantuviera en el tiempo.

Sobre la decisión de política monetaria, todos los Consejeros coincidieron en que la información acumulada en el último mes indicaba que lo más razonable era continuar con el proceso de normalización de la política monetaria y aumentar la TPM en 50pb. Un Consejero descartó otras opciones, porque podrían insinuar o sugerir un cambio de diagnóstico o de visión sobre el ritmo al cual debía proceder la normalización de la TPM.

Un Consejero señaló que un alza de 50pb era lo más razonable, por cuanto un aumento inferior daría la señal de un menor cierre de las holguras de capacidad y/o de una menor inflación proyectada, lo que no era el caso. Por otro lado, manifestó que los riesgos todavía presentes en el escenario externo tampoco hacían aconsejable acelerar el ritmo de incremento de la TPM. Finalizó indicando que, en todo caso, se debía ser claro en cuanto a que, en el escenario base, el proceso de normalización de la política monetaria continuaría en los próximos meses.

Un Consejero destacó que, a grandes rasgos, las noticias recibidas en el ámbito externo e interno eran coherentes con las expectativas y proyecciones, y no sugerían un desvío relevante en las perspectivas internas y externas que justificaran un cambio en la trayectoria proyectada para la TPM. Así, creía que seguía siendo necesario recoger parte del estímulo monetario con un alza de la TPM.

Un Consejero indicó que el panorama no era muy distinto del que se había anticipado y, por tanto, lo que se imponía era proseguir con el proceso de normalización iniciado el mes anterior. Agregó que la TPM permanecía en un nivel muy bajo, y a una distancia apreciable de cualquier medida de tasa neutral, por lo que el proceso de ajuste o normalización debía continuar necesariamente.

Un Consejero resaltó que la instancia de política monetaria seguía siendo muy expansiva, en particular cuando se la comparaba con el dinamismo de la economía. Agregó que las holguras de capacidad aún eran amplias y que, de este modo, una política monetaria expansiva era coherente con el cierre de las brechas y el aumento de la inflación hacia la meta. Concluyó indicando que se debía tener presente la importancia de conducir la política monetaria anticipándose a presiones inflacionarias incoherentes con la meta, que pudieran, en el futuro, requerir de ajustes monetarios más severos, con implicancias también más severas sobre la actividad.

Respecto de las decisiones futuras de TPM, un Consejero destacó que el Banco había estado adelante de la curva, siendo el mercado el que estaba reaccionando a las diversas señales de la política monetaria. Señaló, además, que se percibía una elevada credibilidad del Banco respecto de los movimientos de corto plazo de la TPM. Sin embargo, manifestó que le preocupaba que una fracción creciente, aunque aún no mayoritaria, de quienes respondían la Encuesta de Expectativas Económicas apostara por un crecimiento del PIB de este año mayor que el proyectado por el Banco y por una inflación superior a 3% en el horizonte de política. Añadió que, en su opinión, lo que para el Banco era un escenario de riesgo, es decir, aquel con un crecimiento más acelerado del producto y de la demanda interna, para una fracción creciente de los analistas parecía ser su escenario base. Indicó que esta situación requería de un monitoreo cercano, puesto que, en episodios similares del pasado reciente, la mayor inflación esperada por el mercado se transformó, a poco andar, en una profecía autocumplida. Con todo, concluyó que el escenario base de política monetaria seguía siendo, a su juicio, el más probable y que su preocupación era más bien sobre el proceso de formación de expectativas de mediano plazo. En su opinión, un escenario donde había credibilidad respecto de la política monetaria de corto plazo y, a la vez, una fracción creciente de analistas predecía una inflación superior a la meta en 24 meses, debía ser abordado oportunamente.

#### **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, aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, hasta 1,50% anual.