

Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2006

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 89 celebrada el 09 de febrero de 2006

Asisten el Presidente don Vittorio Corbo Lioi, el Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Asisten también: el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur Gazali; el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic; el Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; el Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; el Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; el Gerente de Mercados Financieros, don Beltrán De Ramón Acevedo; la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, doña Bernardita Piedrabuena Keymer; el Economista Senior de la Gerencia de Investigación Económica; don Claudio Soto Gamboa; y el Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

Las cifras del último mes muestran que el escenario de corto plazo se desenvuelve favorablemente, similar a lo previsto en el IPoM de enero. El entorno externo sigue siendo positivo para la economía chilena, la actividad industrial se ha acelerado, confirmando que el debilitamiento del tercer trimestre tuvo un importante componente transitorio, y los últimos datos muestran una moderación de la demanda interna, en particular la adquisición de automóviles y la inversión en maquinaria. Los indicadores de confianza de los hogares y el desempeño del mercado laboral siguen sustentando una tendencia positiva y persistente del consumo. Las condiciones financieras se mantienen expansivas, mientras que la apreciación real del peso de los últimos meses en parte se ha revertido.

Más allá del bajo crecimiento del cuarto trimestre en EE.UU. y del incremento reciente del precio del petróleo, el conjunto de novedades siguen indicando un escenario externo favorable para la economía chilena. Los indicadores de confianza en distintas economías, el ritmo de creación de empleo en EE.UU. y la transitoriedad del incremento en la inflación mantienen riesgos bajos de incrementos abruptos en las tasas de interés y sostienen un positivo panorama de crecimiento global. El precio del cobre ha continuado su escalada, pero sin modificar la perspectiva de mercado de una cierta normalización hacia delante. Los premios soberanos han seguido comprimiéndose, compensando el incremento de las tasas de interés externas.

Durante los últimos dos meses las condiciones financieras se han vuelto más expansivas que en meses previos. Las tasas de interés de largo plazo reajustables han disminuido, lo que se ha ido reflejando también en el nivel de las tasas de letras hipotecarias, mientras el dinero y el crédito continúan creciendo a tasas significativas. El tipo de cambio real tuvo una depreciación moderada desde el punto de mayor fortaleza en los últimos meses.

Internamente, el crecimiento de la demanda interna se ha ido reduciendo. Esto se ve en particular en el componente durable del consumo y en la inversión en maquinaria y equipos. En todo caso, las expectativas de los hogares, las condiciones financieras y el comportamiento aún favorable del mercado laboral incluso pueden sugerir un escenario para el consumo privado más boyante que el previsto en el IPoM reciente. Las cuentas fiscales terminaron el 2005 con un superávit cercano a 5% del PIB, sustancialmente mayor que el previsto algunos meses atrás. La evolución de las exportaciones muestra que el volumen de envíos industriales en el último cuarto del 2005 creció a tasas de dos dígitos.

Por el lado de la actividad, se apreció una aceleración significativa del sector industrial en diciembre, con lo que se acumularon dos meses de evidencia sugestiva de que la debilidad del tercer trimestre fue efectivamente transitoria. La minería, en tanto, sigue presentando un repunte en niveles que ya se aprecia en las comparaciones interanuales. Estas noticias no modifican la estimación de crecimiento del PIB para el 2005 entregada en el IPoM.

En términos inflacionarios, el mayor precio del petróleo y la depreciación del peso han afectado la inflación del IPC debido tanto a su incidencia directa como a través de mayores tarifas. En todo caso, se mantiene solo como un riesgo el que la inflación en el mediano plazo se desvíe de las proyecciones del IPoM reciente. La tendencia inflacionaria y los costos laborales unitarios siguen en un proceso gradual de aumento. Mientras el IPCX1 se ha mantenido con una velocidad en torno a 3%, su variación anual y el resto de las medidas de la tendencia inflacionaria tuvieron un incremento leve. Las expectativas de inflación siguen bien ancladas en torno al

centro del rango meta. Aunque la compensación inflacionaria ha subido, ésta y otras medidas de expectativas a partir de encuestas se mantienen en torno a 3%.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió respecto de la evolución reciente del precio del cobre. Se señaló que ha llamado la atención el elevado y persistente nivel que ha alcanzado. Se indicó que se esperaba una caída bastante abrupta en el corto plazo y que ésta no ocurrió. Por un lado, se señaló que la información disponible indica que existiría una respuesta de la oferta a estos elevados precios, lo que hace difícil pensar que persistan. Por otro lado, se indicó que la producción industrial global ha seguido creciendo fuertemente a la par con el aumento de precios. Así, aunque el precio observado se explica porque hay participantes adicionales en estos mercados que tienen más actividad que lo normal —lo cual se vería en que otros metales también presentan alzas de precios parecidas a las del cobre—, también habría motivos fundamentales detrás de él. Por lo mismo, si bien existe el riesgo de que el precio del cobre disminuya repentinamente, la magnitud de la caída es acotada.

Se discutió respecto de cuán expansivo ha sido el impulso monetario y de cuál sería la tasa de interés neutral. Se señaló que existen algunas dudas de si el impulso monetario actual es muy elevado considerando que la economía crece a tasas moderadas en un contexto de sólido crecimiento externo y términos de intercambio favorables. Se destacó que una de las dificultades en la medición del impulso monetario radica en que la tasa de interés neutral es variable en el tiempo. Esta puede ser algo superior o algo inferior a la implícita en el cálculo del impulso monetario. Se señaló que el hecho de que la tasa neutral se mueva hace que cualquier medida del impulso monetario no sea tan informativa como se quisiera. No obstante, las medidas existentes son lo mejor que se tiene para ponderar todas las variables que inciden en el grado de expansividad de la política monetaria. Con todo, se señaló que si bien es discutible cuán lejos se está todavía de la tasa neutral, sí se sabe la dirección de los movimientos de la política monetaria. En particular, se sabe que en el último tiempo ha habido una reducción del impulso monetario.

Por último se señaló que si bien el impulso monetario ha tenido un efecto sobre la demanda agregada, parte de la expansión de la misma se ha orientado a bienes importados, lo que ha producido una sustitución en la composición del gasto atenuando los efectos del impulso monetario sobre el producto.

Los consejeros aprovecharon la reunión para destacar y felicitar la labor del Ministro de Hacienda Nicolás Eyzaguirre. Los consejeros destacaron que en su gestión la política fiscal contribuyó significativamente al buen desempeño macroeconómico reciente.

2. Opciones

Con los antecedentes disponibles, el Consejo consideró que era difícil justificar una opción distinta a la de aumentar la TPM en 25 puntos base.

El que el cuadro macroeconómico esté progresando según lo previsto apoyaba la necesidad de aumentar la TPM en esta reunión. En lo fundamental, las proyecciones de mediano plazo requieren continuar normalizando gradualmente la política monetaria. La tendencia inflacionaria y las expectativas se ubican actualmente en torno a 3%, la TPM se encuentra por debajo de niveles que se evalúan como neutrales, las holguras que subsisten no son significativas y la economía continúa su dinámica de expansión, por encima de su tendencia, y parece dejar atrás la desaceleración del tercer trimestre del 2005. En suma, la economía no parece requerir de la tracción que actualmente proveen las condiciones financieras, situación que podría intensificarse de postergarse esta alza luego de dos pausas seguidas, lo cual aumentaría el riesgo de que se necesiten ajustes más agresivos en el futuro.

Dos posibles argumentos para mantener la TPM son la moderación de la tasa de crecimiento que muestran algunos componentes de la demanda interna, y el menor dinamismo en la creación de empleo agregado. Si bien lo primero es una situación esperada en el escenario central, no se puede descartar que estas moderaciones sean más acentuadas que lo anticipado. Sin embargo, el menor crecimiento del gasto interno es saludable si se considera que la ampliación de la diferencia entre ingreso y gasto del sector privado podría suscitar una incipiente preocupación. La menor creación de empleo, por su parte, sigue asociada al componente cuenta propia, mientras las distintas fuentes de información muestran que el empleo asalariado continúa creciendo con fuerza, al igual que el indicador de vacantes.

En el lado opuesto, también podría argumentarse a favor de aumentar la TPM más de 25 puntos base, considerando los riesgos que involucra para el escenario central de precios la mayor inflación efectiva, el aumento de algunas medidas de la tendencia inflacionaria y el comportamiento del precio del petróleo. A ello se agrega la inesperada persistencia de los elevados precios del cobre, que podría implicar un mayor ajuste hacia arriba del precio de largo plazo de este metal y la consiguiente expansión del gasto de gobierno en el 2007 (con un efecto cambiario que mitigaría en algo los efectos inflacionarios del mayor gasto). Sin embargo, cabe considerar que un aumento de la TPM de más de 25 puntos base sería contradictorio con la estrategia de ajustes graduales y es especialmente difícil de explicar. Por lo tanto, de evaluarse como relevantes los riesgos mencionados —lo que en sí es discutible porque puede argumentarse que es prematuro tomar acciones de política ante estos focos de riesgo, dado que se desconoce su real magnitud y efectos— cabría realizar ajustes de la TPM algo más seguidos, y no un aumento mayor en esta reunión.

Aunque hay bastante variabilidad entre las distintas encuestas, ellas en general señalan que una mayoría importante de los participantes de mercado y analistas espera un alza de 25pb en esta reunión. Un alza de esta magnitud, por lo tanto, no debería tener grandes efectos sobre los precios financieros.

3. Decisión de política monetaria

Un consejero recordó que, producto del positivo ciclo de actividad con sus consecuentes implicancias inflacionarias, el Banco Central inició un proceso de ajuste gradual de la tasa de política monetaria en septiembre del 2004. Este proceso ha tenido por objetivo mantener ancladas las perspectivas inflacionarias en torno al centro del rango meta en un horizonte de 12 a 24 meses. La evolución de la inflación, así como sus perspectivas actuales demuestran que este proceso ha sido exitoso y ha permitido que la economía crezca de manera balanceada en un contexto de estabilidad de precios.

Varios consejeros señalaron que en enero el escenario económico no ha experimentado cambios muy significativos respecto del escenario central contemplado en el último IPoM.

Los consejeros coincidieron en que las condiciones externas siguen siendo favorables, tanto en términos de actividad como de condiciones financieras, y que el precio del cobre ha llegado a niveles superiores a los previstos. Se observa, sin embargo, una cierta debilidad en el margen en la economía de los Estados Unidos de América aunque se percibe como transitoria.

Varios consejeros señalaron que uno de los elementos negativos en el escenario actual es el aumento en el precio del petróleo. En general, sin embargo, se coincidió en que los riesgos de cambios disruptivos en las condiciones externas están acotados.

Indicaron también que las condiciones monetarias y financieras siguen siendo expansivas. Un consejero precisó que las tasas de interés de mediano y largo plazo se han normalizado, dejando atrás el ajuste ocurrido en el cuarto trimestre del año pasado.

Varios consejeros señalaron que, tal como se había previsto, la demanda interna ha moderado su crecimiento. Algunos consejeros destacaron que el consumo privado sigue mostrando un persistente crecimiento, que se relaciona con el optimismo que reflejan las encuestas de expectativas, la evolución del mercado laboral y las favorables condiciones de acceso al crédito.

Los consejeros coincidieron en que el producto sigue creciendo por sobre el producto de tendencia y que la evidencia reciente confirma la hipótesis de que la desaceleración del segundo semestre del 2005 fue transitoria.

Algunos consejeros señalaron que en enero las distintas medidas de inflación estuvieron por sobre lo proyectado debido a aumentos de precios de alimentos no perecibles, combustibles y precios regulados. También señalaron que la variación anual del IPC se volvió a situar levemente por sobre el rango meta en forma transitoria y que las proyecciones para los próximos meses se han ajustado levemente al alza.

No obstante lo anterior, varios consejeros destacaron que las diversas medidas de inflación subyacente siguen contenidas dentro del rango meta al igual que sus proyecciones para el futuro cercano. Asimismo, se destacó que las expectativas de mediano plazo siguen bien ancladas.

Algunos consejeros señalaron que los costos laborales exhiben tasas de variación más altas que en el pasado, pero ello es concordante con la evolución de la inflación y la actividad interna. Por otra parte, algunos consejeros destacaron que el peso ha exhibido en promedio una moderada depreciación lo cual implica que el ajuste del tipo de cambio contemplado en el escenario central se produjo más rápido que lo anticipado.

Los consejeros coincidieron en que la dirección de la política monetaria no ha cambiado y que se debe seguir aplicando la estrategia de gradual normalización de la tasa de interés. Algunos consejeros indicaron que un antecedente muy importante en esta oportunidad son las dos pausas consecutivas efectuadas en diciembre y enero pasados. Un consejero destacó que estas dos pausas fueron buenas para comunicar que el cumplimiento de la meta no requería un ajuste de la tasa todos los meses. Del mismo modo, un consejero señaló que la decisión adoptada en enero pasado de hacer una segunda pausa consecutiva tenía plena validez en el entendido que se efectuarían ajustes en los meses venideros, si la economía continuaba desenvolviéndose en los términos visualizados.

Con todo, los consejeros coincidieron en que después de dos pausas consecutivas, y dados los antecedentes de actividad, de condiciones financieras y de precios, el cumplimiento de la meta contemplaba retomar la normalización gradual del impulso monetario actual y efectuar un ajuste en la tasa de política monetaria. En este contexto, la normalización de la política monetaria permitiría reducir el riesgo de que la tendencia inflacionaria se aleje de manera persistente del centro del rango meta y de esta forma contribuir a que este ciclo expansivo sea sustentable.

Varios consejeros señalaron que si se mantuviese la tasa en su actual nivel por tercer mes consecutivo se podría inducir presiones inflacionarias indeseadas, y se entregaría una señal equívoca sobre la estrategia en curso que podría afectar las expectativas del mercado. Esto implicaría la necesidad de acelerar bruscamente el proceso de normalización en los meses venideros.

Algunos consejeros destacaron, además, que en esta ocasión el mercado esperaba mayoritariamente un alza de 25 puntos base. Adicionalmente, un consejero destacó que con la reciente decisión adoptada por la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, la tasa de interés en dicho país había quedado al mismo nivel que la tasa de política monetaria de Chile.

4. Acuerdo

El Presidente señor Corbo, el Vicepresidente señor De Gregorio, y los Consejeros señores Desormeaux, Marfán y Marshall acordaron por unanimidad aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 4,75%.