

Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2006

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 101 celebrada el 14 de diciembre de 2006

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

Asiste el Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali; Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva; Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger; Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos; Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes; Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; y Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

La actividad interna continúa por debajo de lo previsto en el último Informe de Política Monetaria, aunque la información más reciente sugiere que estaría recobrando mayor dinamismo durante este trimestre. El Imacec de octubre creció por sobre 5% anual (4,6% sin efecto calendario), revirtiendo parcialmente la debilidad del tercer trimestre, en especial en la industria. A ello se suma que la inversión ha recuperado dinamismo tras la caída del segundo trimestre. El empleo asalariado continúa aumentando y el desempleo se reduce. Las condiciones financieras internas permanecen favorables, observándose signos de atenuación del elevado crecimiento del crédito. Todo esto es coherente con el escenario de mayor crecimiento proyectado para los trimestres venideros, pero no modifica el riesgo que la desaceleración de la actividad sea más duradera. La inflación anual del IPC se ubica cerca del piso del rango meta, por debajo de proyecciones previas, debido a la incidencia del menor precio de los combustibles y a una reducida inflación subyacente IPCX1 (que excluye combustibles y perecibles, y algunos servicios regulados). Otros indicadores de la tendencia inflacionaria siguen

bajos, si bien algunos exhiben una incipiente reversión. Las presiones de costos están contenidas. Estos antecedentes permiten prever que la inflación se ubicará, por algún tiempo, por debajo del centro del rango meta. Las expectativas de mercado para la TPM se han alineado con un escenario de mantención en los próximos trimestres, mientras las expectativas de inflación a uno y dos años plazo se mantienen por debajo de 3% anual y las de más largo plazo siguen ancladas a esta cifra.

En el plano externo, los indicadores de actividad en EE.UU. han seguido configurando un escenario de mayor debilidad, especialmente en el sector manufacturero. No obstante, se mantiene el buen desempeño del mercado laboral y cifras positivas en el sector servicios. Las tasas de interés de largo plazo han caído en torno a 10pb el último mes, reflejo de perspectivas negativas del mercado sobre la actividad económica. Ello contrasta con señales de la Fed de una recuperación de la actividad el 2007 y una preocupación centrada en la inflación. En la Zona Euro se observa un mayor dinamismo de la economía que llevó, según lo esperado, a un aumento de 25pb en la tasa de política monetaria en diciembre. El mercado espera un alza adicional en la primera parte de 2007. En Japón el panorama de actividad es positivo, aunque se han revisado a la baja las cifras del PIB, con lo que el mercado espera nuevos aumentos en la tasa de instancia. A nivel global, el escenario de crecimiento se mantiene favorable, sin variaciones respecto de meses anteriores. En línea con lo esperado, el precio del petróleo ha aumentado en las últimas semanas, mientras el del cobre ha mostrado una ligera tendencia a la baja. De acuerdo con ello, el escenario de corto y mediano plazo para ambos precios no se modifica.

En los mercados financieros nacionales destaca que las expectativas para la TPM se han alineado con un escenario de mantención en los próximos trimestres, lo que se aprecia tanto en la curva forward como en la encuesta de expectativas de mercado. El resto de las variables financieras no muestra mayores novedades. La tasa de crecimiento anual del crédito sigue atenuándose. Las tasas de interés de mercado no tuvieron mayores cambios, y las de los documentos del Banco Central tuvieron descensos de entre 5 y 20pb, especialmente concentrado en plazos más cortos (BCP2 y BCU5). El dinero, a su vez, siguió creciendo a tasa anuales de entre 8 y 16% según la definición que se utilice. El tipo de cambio peso/dólar se ubicó en niveles algo más apreciados que los vigentes hace un mes, luego de deshacer la depreciación mostrada hasta fines de noviembre. En términos multilaterales, en cambio, el peso se ha depreciado producto del alza del euro y el yen en los mercados externos. El tipo de cambio real continúa en niveles similares a los de los últimos seis meses.

Las noticias de actividad del último mes se enmarcaron en el escenario de mayor crecimiento proyectado para el trimestre en curso. La variación anual del Imacec se ubicó por sobre 5% y en 4,6% eliminados factores calendario, valores ambos que estuvieron por sobre el promedio del tercer trimestre. Destacó que la industria tuvo un crecimiento mayor al de los meses previos, al mismo tiempo que la actividad del comercio se apreció menos dinámica. Esto, en todo caso, no modifica el riesgo de que la desaceleración de la actividad observada en el tercer trimestre sea más duradera.

En la demanda interna se destaca un mejor panorama para la inversión. Las importaciones de bienes de capital fueron superiores a lo previsto en noviembre y, además, el panorama de corto plazo se ve más auspicioso, dada la puesta en marcha de distintos proyectos incluidos en el catastro. La información de ventas de viviendas y los meses necesarios para agotar el stock ha seguido rompiendo la tendencia negativa que mostró en buena parte del 2006. Las expectativas tanto de consumidores como de empresarios no tuvieron grandes variaciones, manteniéndose en torno o por sobre los valores neutrales.

En octubre el consumo habría crecido a tasas anuales algo por sobre las del tercer trimestre. Aunque las cifras de ventas del comercio de octubre (IVBC) fueron relativamente débiles, otros indicadores fueron positivos en el mes. En particular las ventas industriales y las importaciones de bienes de consumo, con el volumen de estas últimas creciendo más de 10% anual.

El débil crecimiento del comercio en octubre, bastante inferior al promedio de los primeros tres cuartos de 2006, se estima, por el momento, se debería a los vaivenes propios de las ventas del sector, no reflejando necesariamente una menor fortaleza del consumo. Además, otros indicadores —ventas industriales— tuvieron un comportamiento positivo. En relación con esto último, destacó en octubre el crecimiento de la industria, bastante superior al del tercer trimestre. Dentro de los sectores, los que destinan su producción a la sustitución de importaciones siguieron con tasas de variación anual negativas, aunque, a diferencia de lo que ha sido la tónica del último año, su nivel no siguió cayendo.

Los datos del trimestre móvil terminado en octubre siguieron mostrando un panorama del mercado laboral similar al de los meses previos. Esto es, un aumento significativo del empleo total focalizado en un crecimiento aún mayor del empleo asalariado, y una menor tasa de desempleo y de participación laboral. Respecto de esto último, la información disponible tras los cambios en la encuesta de empleo del INE no permite realizar, por ahora, aperturas de la información por edades, siendo solo apreciable que la participación de las mujeres ha devuelto una parte del incremento que tuvo entre el 2003 y 2005, mientras la de los hombres sigue una tendencia descendente por lo menos en los últimos siete años. Otras fuentes de información (ACHS) también muestran un crecimiento importante del empleo asalariado. Por el lado de los salarios y costos laborales unitarios, las tasas de incremento anual y velocidades de ambos siguieron disminuyendo.

En noviembre, la inflación y sus indicadores de tendencia siguieron reflejando un escenario de incremento de los precios bastante por debajo de lo proyectado en el IPoM, aunque sin sorpresas de cuantía respecto de lo previsto hace un mes. La inflación mensual del IPC resultó negativa por segundo mes consecutivo, nuevamente producto del menor precio de los combustibles en el mercado interno, a los que en esta ocasión se sumó el efecto sobre las tarifas del transporte público. La inflación subyacente IPCX1, a diferencia de los meses previos, estuvo en línea con lo proyectado.

En los indicadores de tendencia, la velocidad de la inflación IPCX1 siguió sin dar indicios de una aceleración, siguiendo algo por debajo de 2% anual por ya varios meses. Las medias podadas y el IPCX2 tuvieron comportamientos opuestos, algunas profundizaron su caída y otras exhibieron un leve repunte. Las expectativas de inflación a distintos plazos no han tenido cambios sustanciales en las últimas semanas, con las de más corto plazo por debajo de 3% y las de más largo plazo ancladas al 3%.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió sobre los cambios de signo que ha mostrado la información conocida para la economía de los Estados Unidos. Se señaló que la información acumulada mes a mes ha cambiado continuamente la evaluación del desempeño económico, por lo que no sería extraño que pese a que las cifras recientes se evaluaron como positivas, ello cambie una vez que se agregue nueva información. En todo caso, se dijo, que la información reciente, con mucha incertidumbre, puede evaluarse como un indicio de inflexión de la trayectoria reciente. Se agregó que la incertidumbre aumenta por la asimetría en el desempeño de distintos sectores de la economía, lo que también se aprecia en la dispersión de los escenarios, en especial de las preocupaciones expresadas por la Reserva Federal y el mercado, y sus implicancias sobre la instancia de política monetaria a futuro.

Se discutió acerca del efecto que puede haber tenido en la inflación el cambio en el origen de los productos importados. Se señaló que la evidencia muestra que, a nivel mundial, se ha dado un desplazamiento importante de los países de origen de las importaciones hacia el mercado asiático, en particular China. Este proceso, se agregó, ha sido paulatino y ha afectado las posibilidades de competir de las industrias nacionales. Se indicó que, en términos de su efecto en la inflación, ello ha implicado caídas por una vez en el precio de los bienes importados cuyo origen varía, pero no necesariamente descensos constantes en el tiempo. Se señaló, sin embargo, que dado que el cambio de origen ha sido paulatino, es posible encontrar evidencia que muestra que cada año esta situación afecta a bienes distintos y, por lo tanto, la inflación podría tener shocks negativos por este concepto por un tiempo prolongado. Se indicó además que, pese a que el problema de precios relativos podía ser muy relevante para los sectores particulares, no necesariamente lo era para la economía como un todo y, de hecho, era poco probable que tuviera un impacto sobre los fundamentos que determinan el tipo de cambio real de equilibrio.

2. Opciones

Se consideró que con los antecedentes disponibles era difícil justificar una opción distinta a la de mantener la TPM.

La opción de aumentar la TPM, al igual que el mes pasado, podía descartarse. Desde el último IPoM, se había consolidando un panorama de inflación reducida, influido por el comportamiento tanto de la actividad como de la tendencia inflacionaria efectiva y de los costos. El escenario base de septiembre ya contemplaba mantener la TPM por un tiempo prolongado para reiniciar luego aumentos graduales, sin embargo las novedades acumuladas apuntaban a una trayectoria de la TPM por debajo de aquella.

La opción de reducir la TPM, también al igual que el mes anterior, no parecía tener justificaciones suficientes para considerarla plausible. Si bien la baja tendencia inflacionaria y la postergación del cierre de holguras de capacidad podrían requerir de un mayor impulso monetario de manera de reorientar la inflación hacia 3%, no era evidente que, con la TPM en su nivel actual, la inflación proyectada a dos años fuera muy distinta de 3%. Además, las novedades acumuladas desde la última reunión no habían profundizado el cuadro de ampliación de brechas y menor tendencia inflacionaria. Si algo, más bien habían tendido a validar el escenario de reaceleración de la actividad. A ello se sumaban las buenas perspectivas para los determinantes más próximos del crecimiento, como el buen escenario internacional (que mantenía riesgos), condiciones financieras internas favorables, el impulso fiscal esperado para el 2007 y la reversión de algunos fenómenos puntuales. Las expectativas privadas eran coherentes con el escenario de reaceleración de la actividad y de inflación contenida, mientras el menor desempleo ponía alguna cuota de cautela sobre la magnitud de las brechas efectivas.

Aun cuando no era evidente que la inflación proyectada al horizonte de dos años difiriese de 3%, cabía analizar la pertinencia de una política monetaria más activa, de manera que la convergencia al centro del rango meta ocurra antes del fin de ese horizonte. La principal ventaja asociada es que, ante un shock de demanda como el que se ha tenido al menos en parte, ello permite alinear más rápidamente tanto la inflación como la brecha de actividad. El principal punto en contra de esta acción es la inestabilidad que podría sufrir la TPM. En particular, podría ser necesaria una reversión del instrumento al corto andar para evitar que la inflación sea excesiva hacia horizontes más largos, que, transcurrido un tiempo, serán parte del horizonte de proyección.

En suma, era difícil justificar una opción distinta a mantener en esta reunión. De hecho, y a pesar de que la comunicación anterior del Banco ha dejado en claro que el signo del próximo movimiento será contingente a las novedades, una acción distinta a mantener sería muy sorpresiva, a la luz de la expectativa prácticamente unánime de mantención y de las novedades del mes aún poco concluyentes.

3. Decisión de política monetaria

Los Consejeros coincidieron en que no ha habido sorpresas en el escenario internacional. Varios Consejeros indicaron que los desarrollos recientes son coherentes con una desaceleración de la economía de los Estados Unidos mientras otras zonas

compensarían en parte este menor dinamismo. Respecto de la evolución del precio de los commodities, varios Consejeros señalaron que éstos han evolucionado en línea con lo esperado.

Respecto de la evolución de la actividad, hubo consenso entre los Consejeros en cuanto a que los datos recientes muestran una reversión del menor dinamismo observado en los trimestres previos. Este diagnóstico se basa tanto en indicadores de actividad como de demanda agregada. En este contexto un Consejero sostuvo que el mayor crecimiento reciente reforzaría la idea que la economía tomará un ritmo de mayor expansión hacia el próximo año, en comparación con el 2006. Sin embargo, todos los Consejeros coincidieron en que los datos recientes todavía son insuficientes para evaluar la intensidad y persistencia del mayor dinamismo observado en la actividad.

En cuanto a la inflación, todos los Consejeros señalaron que no se habrían observado presiones adicionales significativas respecto del mes anterior. En este contexto algunos Consejeros notaron que la variación en doce meses se mantuvo por debajo de 3%. Por otra parte un Consejero estimó que la mayoría de los indicadores de inflación subyacente está mostrando una desaceleración, lo que hace más probable un escenario en que la inflación esté por debajo del rango meta por más tiempo.

Respecto de las expectativas de inflación, algunos Consejeros señalaron que las expectativas de mercado para plazos cortos aparecen por debajo del 3%. Para plazos más largos, notó un Consejero, las expectativas de inflación siguen ancladas en torno al centro del rango meta.

Varios Consejeros coincidieron en que, dados los antecedentes, no se puede descartar con igual fuerza un aumento que una reducción en la tasa de interés. Con todo, varios Consejeros señalaron que es prematuro optar por una baja en la tasa de interés y para ello se requeriría acumular más antecedentes. En este contexto, el Consejo decidió, de forma unánime, mantener la tasa de política monetaria en 5,25%. Por último, algunos Consejeros notaron que cambios futuros en la tasa de política dependerán de la información que se acumule y de sus implicancias para la inflación proyectada.

4. Acuerdo

El Presidente señor Corbo, el Vicepresidente señor De Gregorio, y los Consejeros señores Marfán y Marshall acordaron por unanimidad mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,25%.