

Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2006

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 97 celebrada el 7 de septiembre 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 Ministro de Hacienda Subrogante, don Alberto Arenas de Meza

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Gerente de Investigación Económica; don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo; 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; Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo; Economista Senior, don Rodrigo Caputo Galarce; y Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

En esta ocasión los antecedentes presentados corresponden a los del Informe de Política Monetaria de septiembre.

Además, se consideró que en EE.UU., acorde con lo anticipado, continúan los signos de desaceleración en el crecimiento y se mantienen los riesgos de un ajuste más pronunciado debido, entre otros factores, al comportamiento del sector inmobiliario. Al mismo tiempo, se han atenuado en algo las preocupaciones por el aumento de

las presiones inflacionarias. Los mercados asignan una baja probabilidad a nuevas alzas de la tasa de interés de la Fed, mientras el retorno del bono a diez años en EE.UU. ha disminuido cerca de 20 puntos base en el último mes –50 puntos base desde fines de junio. Otras zonas mantienen o incluso intensifican su dinamismo, especialmente Asia. Así, las proyecciones para el crecimiento mundial aumentan marginalmente para el 2006 desde la reunión anterior. El precio del cobre está en torno a US\$3,5 por libra, marginalmente menor que hace un mes, y el precio del petróleo ha caído casi 10%, para situarse por debajo de US\$70, caída que es aun más marcada para los derivados.

En el ámbito interno, las tasas de interés han disminuido, tanto en la parte corta como en la parte larga de la curva de rendimiento. No hay grandes novedades en las tasas de crecimiento del crédito y del dinero; las primeras siguen elevadas. El peso mostró una leve apreciación respecto del dólar (1%), que también se registra en términos multilaterales. El tipo de cambio real se mantiene estable, cerca de 94 (con base 100 en 1986).

En julio, la actividad creció 4,2%, sin un efecto calendario significativo. Esto es menor que lo esperado hace un mes. Su evaluación, unida al desempeño proyectado para la minería en el tercer trimestre, configura un escenario de crecimiento de corto plazo más lento que el considerado en la reunión anterior. La industria sigue registrando cifras de crecimiento bajas, a lo que se suma una expansión más acotada del comercio. Se espera que este menor dinamismo siga en los próximos dos meses por la incidencia de minería e industria. En cambio, las cifras más recientes de inversión en maquinaria y equipos revelan que su rápida normalización podría estar concluyendo.

El crecimiento anual de los salarios nominales bajó hasta cerca de 5%. El empalme disponible de las cifras del mercado laboral muestra que la tasa de crecimiento del empleo sigue disminuyendo (aunque el componente asalariado crece sostenidamente a un ritmo estable) y que la tasa de desempleo se ha reducido.

La inflación del IPC de agosto estuvo dentro de lo esperado (3,8% anual), pero el IPCX1 estuvo bastante por debajo (2,4% anual). Esto último, más la caída de los combustibles, disminuyen el panorama de inflación de corto plazo. Otras medidas de la tendencia inflacionaria y las expectativas han tenido una leve disminución, pero estas últimas siguen cerca de 3%.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió acerca de la caída de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas y su efecto sobre la compensación inflacionaria, que también ha caído. Se indicó que esto contrastaba con la trayectoria que podría esperarse dadas las

noticias más recientes sobre presiones inflacionarias. En particular en EE.UU. donde la información más reciente había corregido al alza la estimación de crecimiento de los costos laborales unitarios y, además, los indicadores de precios aunque no seguían aumentado se mantenían altos. También se mencionó que no era posible deducir si ello se debía a perspectivas menos optimistas de crecimiento económico. Toda vez que, por un lado, las bolsas mundiales han ido al alza, pero, por otro, las proyecciones de organismos como el Fondo Monetario Internacional tenían un sesgo negativo. Se agregó que era posible que la compensación inflacionaria pudiera tener algún tipo de premio asociado que dificultara su lectura, y que además, la evolución reciente del precio del petróleo también podría estar influyendo en la menor compensación.

Se mencionó que la evolución reciente de las medidas indirectas de márgenes construidas a partir de agregaciones de artículos del IPCX1, IPP e IPM, que habían aumentado recientemente, indicaba que la baja inflación subyacente de los últimos meses no respondía, necesariamente, a una compresión de márgenes o a un aumento de la competencia en sectores específicos, como se observó hace unos años. Se señaló como un antecedente que apoyaba la evaluación de que no existía una compresión evidente de márgenes, la información obtenida de las Fecu, que al segundo trimestre mostraba márgenes por sobre los de uno o dos años atrás, y, de hecho, comparables a los de 1998. Se mencionó también que es posible que el sector comercio esté siendo afectado por un cambio estructural, dada la mayor concentración en las ventas, que afecte la evolución de los precios. En contraposición, se indicó que estas medidas de márgenes recogían los márgenes de distribución y no necesariamente los del productor, por lo que el efecto del mayor precio del petróleo podría no estar plenamente reflejado en ellas.

Se discutió acerca de la evolución reciente del crecimiento económico, el empleo y las holguras en el mercado laboral. Se indicó que el sostenido crecimiento del empleo asalariado ha sido un elemento del escenario macroeconómico que ha tendido a sorprender en el último tiempo, en especial por el menor dinamismo de la actividad y el hecho de que las holguras del mercado laboral son acotadas. Se agregó que, no obstante, también se debía considerar que el empleo no había dado cuenta de buen modo de algunos otros episodios cíclicos. En especial, se mencionó el de 1998, en que el empleo tardó varios trimestres en dar cuenta de la menor actividad que se verificaba. Se concluyó de lo anterior que debía tenerse especial cuidado de sacar implicancias respecto del estado del ciclo a partir de las cifras del mercado laboral. Ello además se veía acrecentado por el cambio que se había efectuado a las estadísticas del sector.

2. Opciones

El Consejo consideró que, con los antecedentes disponibles, se justificaba solamente la opción de mantener la TPM en esta reunión.

En particular, las proyecciones preparadas para el Informe de Política Monetaria de septiembre consideraban que, en el escenario más probable, el cierre de las holguras de capacidad se postergaría para fines del próximo año. La inflación subyacente IPCX1 mostraría un leve aumento durante los próximos dos años, mientras la inflación del IPC disminuirá hacia el centro del rango meta, ayudada por la disminución materializada y proyectada de los precios de los combustibles.

Cuando se realiza un ejercicio completo de proyecciones de corto y mediano plazo hay poco espacio para argumentar a favor o en contra de opciones distintas a los cambios de TPM implícitos en las mismas. En esta oportunidad, el supuesto de una mantención prolongada de la TPM y el resultado de que con este supuesto la inflación se ubicaría en torno a 3% en el horizonte de política, dejan aún menos espacio para considerar alternativas a la mantención. En la práctica, en el escenario central no hay decisiones que adelantar o atrasar. En concreto, se proyecta un crecimiento del PIB en un rango $4\frac{3}{4}$ - $5\frac{1}{4}$ % para el 2006 y en $5\frac{1}{4}$ - $6\frac{1}{4}$ % para el 2007, y una inflación promedio de 3,7% el 2006 y de 3,4% el 2007. A 12 y 24 meses la inflación IPC se proyecta en 3,3 y 3,0%, respectivamente.

Los principales riesgos tampoco dan un sesgo claro para la política, en caso de estimarse conveniente evaluar movimientos preventivos de la TPM. En particular, el persistente riesgo analizado durante los últimos meses de que las alzas del precio internacional del petróleo tendrían efectos de segunda vuelta sobre la inflación IPC y sobre las expectativas de inflación, no solo no se ha materializado, sino que además el precio del petróleo ha disminuido considerablemente durante los últimos días. Asimismo, el riesgo asociado a una eventual expansión fiscal el próximo año por encima de lo contemplado en escenarios previos ha disminuido.

En el lado opuesto, si bien el crecimiento de la actividad se ha visto más lento, hay varios elementos que juegan en contra del riesgo de que este escenario de bajo empuje persista el próximo año. En particular, el escenario externo sigue favorable, las condiciones financieras aportan tracción al gasto interno y los factores adversos que podrían explicar el menor crecimiento actual no deberían repetirse el 2007.

3. Decisión de política monetaria

Varios Consejeros coincidieron en que, a pesar de la desaceleración gradual de la economía de Estados Unidos, el crecimiento global se mantiene favorable, toda vez que otras regiones muestran todavía un dinamismo importante. En este contexto, algunos Consejeros señalaron que el escenario internacional continúa siendo positivo en cuanto a actividad y condiciones financieras.

Todos los Consejeros coincidieron en que una de las novedades en el plano internacional fue el ajuste hacia abajo del precio del petróleo y sus derivados. Varios señalaron que de persistir este menor nivel de precio, las presiones inflacionarias a nivel internacional podrían atenuarse.

En el ámbito interno, algunos Consejeros señalaron que las condiciones financieras siguen siendo ventajosas, en un contexto en que las tasas de interés de largo plazo se han ajustado a la baja.

Respecto de la actividad, todos los Consejeros coincidieron en que el desempeño reciente ha sido menor que el anticipado. Asimismo, estimaron que el crecimiento para el año en su conjunto sería inferior al proyectado en el escenario base del IPoM de mayo. En términos de la demanda agregada, algunos destacaron que las cifras más recientes de inversión en maquinaria y equipo revelan que, las bajas tasa de crecimiento asociadas a una rápida normalización podrían estar concluyendo.

Varios Consejeros destacaron que la inflación de tendencia se ha ubicado algo por debajo de lo anticipado en un contexto en que las expectativas siguen ancladas en torno a 3%. Un Consejero indicó que lo anterior, junto a la caída del precio de los combustibles, configura un panorama de precios contenidos que incluso podrían converger más rápido que lo esperado al centro del rango meta.

Todos los Consejeros coincidieron en que, dados los antecedentes presentados, la opción más adecuada era mantener la tasa de política. En este contexto, varios indicaron que este nivel de tasa podría prolongarse por un tiempo mayor que el anticipado, y algunos señalaron que es posible que la tasa de interés neutral esté en un nivel más bajo que el contemplado hasta ahora.

4. Acuerdo

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