

Reunión de Política Monetaria

MARZO 2006

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 90 celebrada el 16 de marzo de 2006

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

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes, y en su representación, durante la segunda parte de la reunión, concurre la Subsecretaria de Hacienda, doña María Olivia Recart Herrera.

Asisten también: el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali; el Gerente General Interino, don Leonardo Hernández Tagle; el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; el Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; el Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente de Comunicaciones Interino, don Carlos Arriagada Olmos; el Jefe Departamento Operaciones de Mercado Abierto, don Jorge Pérez Etchegaray; la Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo; el Asesor del Ministerio de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; el Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes; el Economista Senior de la Gerencia de Investigación Económica; don Claudio Soto Gamboa; y de la Secretaría General, doña María Eugenia Urrutia Thomas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

La marcha de la economía continúa bastante en línea con el escenario de corto plazo delineado en el IPoM de enero. El entorno externo sigue muy favorable, la actividad se expande a un ritmo sobre su tendencia y la demanda interna en el primer trimestre se está moderando más lentamente y desde un nivel mayor al previsto, aunque la inversión lo hace algo por debajo. El empleo asalariado sigue creciendo con fuerza, mientras la confianza de consumidores y empresas se mantiene en niveles optimistas. La inflación anual del IPCX1 se ubica dentro de lo esperado y la del IPC continúa marginalmente por encima del techo del rango meta. Las condiciones financieras

se mantienen expansivas, aunque destaca el incremento de las tasas de interés de créditos en pesos a personas y empresas.

En el ámbito externo el conjunto de noticias indica que se mantienen las favorables condiciones para la economía chilena, incluso postergándose en el tiempo la esperada convergencia hacia un escenario considerado más normal. Por el lado del crecimiento mundial, las novedades apuntan a un mayor incremento para el 2006, con aumentos en la actividad proyectada para Estados Unidos y, en especial, Japón. Lo anterior, sumado a posibles mayores presiones inflacionarias en las principales economías, ha llevado a expectativas de un aumento más rápido de las tasas de interés en estas economías, implicando también mayores tasas de interés en los bonos en EE.UU. y la Zona Euro. Por ahora, en las economías emergentes su efecto se ha compensado parcialmente por una disminución de los premios soberanos. El precio del cobre sigue por encima de lo esperado. El precio del petróleo tuvo un comportamiento bastante volátil en el mes.

Durante el último mes las condiciones monetarias no muestran cambios significativos. Las tasas de interés reajustables de largo plazo están en niveles similares a los vigentes al momento de la reunión pasada, y las tasas de crecimiento anual de los distintos agregados monetarios y crediticios no sufrieron cambios importantes, manteniéndose en niveles elevados. Sin embargo, destaca el incremento de las tasas de interés de créditos a personas y empresas. En particular las de consumo aumentaron 120 puntos base en febrero, ubicándose en niveles no vistos desde comienzos del 2003. El tipo de cambio real se ubica actualmente en niveles algo por encima de los observados hace un mes. En el transcurso de febrero la paridad nominal se apreció hasta valores cercanos a \$ 515 por dólar, volviendo a situarse algo por sobre \$ 530 por dólar en lo más reciente.

Se estima que la demanda interna sigue disminuyendo su ritmo de crecimiento, aunque desde niveles que ahora se estiman mayores que hace un mes. Los indicadores parciales de consumo privado para el primer bimestre indican que las tendencias globales previstas se mantienen, esto es una desaceleración del fuerte crecimiento del componente durable y una mantención de la del consumo de bienes habituales. La inversión en maquinaria, en cambio, pareciera estar desacelerándose de manera algo más pronunciada que la prevista. En cuanto al comercio exterior, las cuentas nacionales del 2005 y la información acumulada en el último mes redujeron el crecimiento estimado para el volumen de las exportaciones industriales en el trimestre en curso, revirtiendo la corrección al alza considerada el último mes.

En cuanto a la actividad, el cierre preliminar de las cuentas nacionales para el 2005 arrojó un crecimiento del PIB igual al considerado en el escenario base del IPoM de enero. En enero destacó el crecimiento de la actividad industrial, el que siguió

reafirmando la transitoriedad de la desaceleración de parte del tercer trimestre del año pasado. La actividad minera volvió a anotar caídas anuales, esta vez por la distribución de la producción hacia productos de menor valor agregado.

Respecto de los precios, en febrero la inflación del IPCX1 siguió en línea con el escenario base del IPoM de enero. Al mismo tiempo, la velocidad de expansión anualizada del IPCX1 se mantiene desde mediados del 2005 en cifras del orden de 3%. La inflación IPC, en cambio, volvió a sorprender en febrero, esta vez con una diferencia a la baja importante respecto de lo proyectado. Una vez más, el precio efectivo del petróleo y sus derivados fue la fuente principal de discrepancia. Respecto de los costos laborales, en enero la tasa de crecimiento anual de las medidas de Costos de la Mano de Obra cayeron, comportamiento esperado dado el efecto sobre la base del 2005 del cambio legal en la jornada. El incremento en doce meses de los Costos Laborales Unitarios, por el contrario, volvió a aumentar, situándose cercano a 3%, reflejo del sostenido crecimiento del empleo asalariado y su efecto en la productividad.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió acerca de los riesgos del escenario internacional. Respecto del crecimiento mundial se destacó la postergación que parece mostrar respecto de una trayectoria más de largo plazo y los efectos al alza que ello puede tener sobre la inflación mundial y la trayectoria de tasas de interés en las principales economías. En cuanto al precio del petróleo, se discutió acerca de la posibilidad que se materialice el riesgo de un precio alto por un período más prolongado de tiempo, a diferencia de lo supuesto en el escenario base de proyección de mediano plazo incluido en el último IPoM. También se mencionó como un riesgo el efecto que tenga en el consumo de los Estados Unidos, y por ende en la economía mundial, una caída más abrupta del precio de las viviendas. Con todo, se concluyó que pese a la mayor percepción de riesgos, el actual escenario internacional es claramente más favorable que hace unos meses.

Se indicó la incertidumbre en cuanto al efecto que puede estar teniendo sobre la productividad y las medidas de brechas en Chile el traspaso de trabajadores desde actividades por cuenta propia hacia actividades asalariadas o más formales. En particular, aunque la evidencia disponible no pareciera indicar un efecto estadísticamente significativo por este tema, aun queda por dilucidar si el cierre de brechas está dándose a la velocidad prevista o ha sido menos rápido de lo anticipado.

Se mencionó que, desde la última reunión, el panorama macroeconómico se mantiene bastante en línea con el delineado en el IPoM, aunque la revisión de cifras

oficiales dificulta algo una evaluación precisa. Ello por cuanto hace difícil aislar adecuadamente el impacto de las novedades del último mes del de las revisiones de la información previamente conocida.

2. Opciones

El Consejo consideró que con los antecedentes disponibles, las opciones que parecían plausibles para esta reunión eran mantener la TPM o aumentarla en 25 puntos base.

El que las novedades no parecían cambiar en lo fundamental el panorama macroeconómico discutido en los últimos dos meses, hacía que la estrategia de normalización pausada de la TPM siguiera siendo la más adecuada. La tendencia inflacionaria y las expectativas se ubicaban en torno a 3%, las holguras que subsisten no eran significativas y la economía continuaba su dinámica de expansión por encima de su tendencia. Dado que la TPM se encontraba por debajo de niveles que se evalúan como neutrales, para mantener este cuadro de inflación y expectativas bien ancladas era necesario continuar retirando el estímulo monetario que persistía, trayectoria que también esperaban los mercados. En esta reunión particular, considerando las novedades acumuladas y los cambios en la TPM decididos en meses pasados, tanto una pausa como un aumento parecían coherentes con esta estrategia.

Desde el punto de vista del escenario central, los argumentos a favor de aumentar la TPM incluían la solidez del entorno externo (incluyendo la perspectiva de mayores tasas de interés), la ratificación de que la desaceleración del tercer trimestre del 2005 fue en efecto transitoria, la mayor fuerza que estaría teniendo el consumo privado y el crecimiento que estaban mostrando los costos laborales unitarios. Por el contrario, argumentos para mantener eran la desaceleración de la inversión, que las medidas y expectativas de inflación se encontraban bien alineadas con la meta, el comportamiento de los salarios y el aumento de las tasas de colocación. Ninguno de estos argumentos parece tener suficiente peso para determinar qué opción es más indicada.

Desde el punto de vista del análisis de riesgos, había varios que podrían favorecer la opción de aumentar la TPM hoy. Adelantar ajustes que se espera realizar en el futuro permite mitigar el riesgo de tener que realizar ajustes más abruptos después. En particular, a los riesgos de que no se materialice la disminución esperada en el precio del petróleo y del cobre, se suman en esta oportunidad las renovadas preocupaciones por la inflación global e, internamente, la dinámica del consumo privado, que en la medida que continúe, generaría una mayor presión inflacionaria

futura. Cabe notar que algunas medidas de la tendencia inflacionaria futura han continuado aumentando. Como se ha discutido en otras reuniones, la inesperada persistencia de los elevados precios del cobre podría implicar un mayor ajuste hacia arriba del precio de largo plazo de este metal y la consiguiente expansión del gasto de gobierno el 2007 (con un efecto cambiario que mitigaría en algo los efectos inflacionarios del mayor gasto).

Sin embargo, adelantar ajustes también impone algunos riesgos. Además de que no se materialicen los riesgos que de partida motivan una acción de política preventiva, una nueva alza consecutiva de la TPM podría exacerbar el alza de tasas de colocación y/o el ajuste que está teniendo la inversión.

Por último, desde el punto de implementación de una estrategia de normalización pausada, la mantención parece más fácil de justificar que el alza. Pasar de dos pausas consecutivas a dos alzas consecutivas podría ser considerado incoherente con esta estrategia, e incluso dar cuenta de un cambio en el escenario macroeconómico. Esto se exagera considerando que, en su mayoría, las expectativas de los participantes de mercado y analistas para esta reunión son de mantención. Además de estos problemas de comprensión de la medida, un alza, por ser inesperada, podría tener un efecto notorio en la estructura de precios financieros.

3. Decisión de política monetaria

Varios Consejeros indicaron que en general la evolución del panorama macroeconómico no ha deparado grandes sorpresas en el último mes, ubicándose dentro de lo previsto en el último IPoM.

Todos los Consejeros coincidieron en que las condiciones externas siguen siendo auspiciosas para nuestra economía. Destacaron las favorables perspectivas de crecimiento para la economía mundial y su efecto sobre los precios de productos básicos, en particular, del cobre y el petróleo. También se destacó el aumento en la percepción de algunos riesgos. Se indicó el impacto sobre las tasas de interés internacionales, y su consiguiente efecto en el escenario externo, en particular las economías emergentes, dadas las perspectivas de mayor crecimiento en las economías industrializadas y el incremento de los riesgos inflacionarios. Se mencionó también la alta inestabilidad que ha mostrado el precio del petróleo y el riesgo latente de enfrentar un escenario para esta variable algo peor al que se previó en el IPoM de enero. Sin embargo, también se señaló que aún no se ha acumulado evidencia que justifique corregir el precio de mediano plazo al cual se espera que converja.

Los Consejeros coincidieron en que, en lo grueso, el escenario interno también ha estado dentro de lo previsto. Aunque el crecimiento de la actividad ha estado algo por encima de lo previsto, destaca como novedad el incremento mayor al esperado de la demanda interna, ello por un mayor protagonismo del consumo, mientras la inversión se desacelera.

En cuanto a la inflación, varios Consejeros señalaron que aunque la inflación de febrero estuvo por debajo de lo anticipado los indicadores de tendencia continúan mostrando una convergencia hacia los valores centrales del rango meta en el mediano plazo y las expectativas permanecen bien ancladas.

Todos los Consejeros indicaron que la suma de los antecedentes del último mes no hace necesario cambiar la estrategia de normalización gradual de la política monetaria para que la inflación tendencial converja al centro del rango meta en el horizonte habitual de la política monetaria y las expectativas de inflación se mantengan bien ancladas en torno al centro del rango meta.

Un Consejero recordó que el patrón de ajuste aplicado en el último tiempo ha contemplado alzas de 25 puntos con interrupciones o pausas con el objeto de dosificar adecuadamente el retiro del impulso monetario. Así, señaló que en las actuales circunstancias resulta recomendable mantener ese patrón, considerando que la tasa se ajustó en la reunión de febrero pasado, la opción de mantener la tasa en su actual nivel parece entonces la más adecuada. Agregó que, por cierto esto debe entenderse como una pausa transitoria porque la normalización de la política monetaria debe proseguir necesariamente los próximos meses siguiendo el mismo patrón señalado u otro que contemple ajustes más rápidos si fuese necesario.

Algunos Consejeros mencionaron que la opción de aumentar la TPM en 25 puntos base podría justificarse en las mejores perspectivas de la economía mundial y la desaceleración del consumo menor a la esperada, lo que tendría el beneficio de anticipar un ajuste que deberá realizarse necesariamente en el futuro y precaver riesgos que surgen de este mayor dinamismo externo e interno. Sin embargo, varios Consejeros destacaron que en esta oportunidad el mercado esperaba mayoritariamente la mantención del TPM. Por ello, un alza podría ser interpretada como un cambio de escenario o una visión más pesimista del panorama inflacionario que podría provocar efectos no deseados sobre los precios de los activos financieros.

Un Consejero indicó que creía importante seguir con la gradualidad en el retiro del impulso monetario, lo que requiere, a su juicio, una velocidad de ajuste de la TPM menor a la ocurrida a fines del año pasado. Señaló también que podría pensarse en hacer un adelanto de este ajuste, pero que este no se hizo cuando se decidió

avanzar con pausas y no ve razones para cambiar de política, en particular, cuando el mercado espera que tres o cuatro alzas de la TPM este año, lo que requerirá de varias pausas.

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 4,75%.