

Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2005

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 86 celebrada el 13 de diciembre de 2005

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

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

Se encuentran presentes también el Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; Gerente General, don Enrique Marshall Rivera; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; Gerente de Mercados Financieros, don Beltrán De Ramón Acevedo; Asesora del Ministerio de Hacienda, doña Bernardita Piedrabuena Keymer; Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes; Economista Senior Gerencia de Investigación Económica; don Claudio Soto Gamboa; y Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

Desde la última reunión, el buen escenario externo se ha vuelto incluso más favorable y sus riesgos se han moderado, gracias al sostenido crecimiento que se observa en diversas zonas, la relativa normalización del mercado de los combustibles y el fuerte incremento del precio del cobre. Internamente, esto ha influido en menores tasas de interés de largo plazo, una apreciación significativa del peso, registros inflacionarios coyunturales bastante por debajo de lo previsto el mes anterior y menores expectativas de inflación. La expansividad de las condiciones financieras sigue siendo significativa pese al incremento de la TPM. La actividad industrial ha mostrado un menor dinamismo, la demanda interna sigue creciendo fuerte y hay antecedentes de que habrá revisiones al alza en el PIB del sector de comunicaciones de los últimos trimestres. En el mercado laboral siguen disminuyendo las holguras.

Para el corto plazo, se espera que la inflación anual se mantenga cerca del techo del rango meta. Así, tanto en la inflación como en el crecimiento anual el escenario de corto plazo vuelve a ser más parecido al contemplado en el IPoM.

El escenario externo se ha vuelto más favorable. No solo las perspectivas de crecimiento global, el precio del cobre y diversos indicadores coyunturales en las principales economías se muestran más auspiciosos, sino que el precio del petróleo y de sus derivados se ha mantenido estable luego de los fuertes incrementos de meses recientes. Los menores registros inflacionarios y la trayectoria contenida de la inflación subyacente han tendido a acotar el ritmo esperado de incremento de tasas en EE.UU. De esta forma, las condiciones financieras continúan siendo ventajosas.

Internamente, las tasas de interés de mediano y largo plazo dejaron de subir, incluso disminuyendo en el caso de los documentos nominales. Aún sigue el muy favorable acceso al financiamiento de consumo, mientras el crédito comercial sigue dinámico. El impacto de la reducción del impulso monetario de los últimos meses sobre la expansividad de las condiciones financieras se ha visto gradualmente reflejado en las tasas de letras hipotecarias, la postergación de algunas colocaciones de bonos corporativos y el tono menos boyante de las recientes emisiones de acciones.

El peso, en términos tanto nominales como reales, mostró una apreciación adicional en semanas recientes, posiblemente vinculada con la mejoría de los términos del intercambio y los desarrollos regionales. Con esto el tipo de cambio real se ubica por debajo de varias estimaciones para valores de largo plazo coherentes con términos de intercambio normales. Probablemente, este comportamiento esté influido por el nivel anormalmente elevado que han alcanzado los términos de intercambio.

Las noticias de actividad han sido mixtas. Por un lado, la industria mostró señales adicionales de menor dinamismo, las que son difíciles de atribuir con confianza a factores específicos. Por otro lado, antecedentes preliminares hacen esperar que con la revisión habitual anual, el crecimiento del PIB se incremente en unas pocas décimas debido al dinamismo que muestra el sector de telecomunicaciones, habida cuenta del cambio que se ve en su estructura productiva. Por el lado de la demanda, no se han visto sorpresas en la formación bruta de capital fijo, mientras en el consumo privado sigue siendo el componente durable el que empuja el gasto de los hogares. El desempeño del mercado laboral en los últimos trimestres, los menores registros inflacionarios y la mayor estabilidad del precio de los combustibles, la mejora en las expectativas privadas, así como las favorables condiciones de acceso al crédito hacen difícil pensar que se dé una situación de debilidad en el consumo agregado hacia adelante.

En el mercado laboral destaca la continuada reducción de la tasa de desempleo. Sin embargo, el incremento de la ocupación agregada se detuvo de manera brusca en el último trimestre móvil, coincidiendo con una fuerte caída de la tasa de participación. Esto se vincula posiblemente a factores puntuales, como la caída más intensa en la ocupación por cuenta propia y los menores planes de empleo público. El repunte de las vacantes, luego de varios trimestres de estabilidad, indica que el mercado laboral continúa fomentando una fuerte creación de empleos, situación que también se observa en la encuesta de la ACHS, y que las holguras siguen disminuyendo.

Otro síntoma de que las holguras del mercado laboral disminuyen es el comportamiento de las remuneraciones y de la productividad. El costo de la mano de obra se expande a tasas del orden de 5% nominal en el margen, mientras la productividad del trabajo se mantiene plana o incluso cae. Este escenario, en todo caso, no ha redundado en presiones inflacionarias subyacentes evidentes. De hecho, la inflación anualizada y desestacionalizada del IPCX1 se mantiene en los últimos cinco meses cerca de 3%, algo por debajo de lo proyectado en el IPoM, en tanto el resto de las medidas de tendencia inflacionaria detuvo su aumento. En el resto de los componentes del IPC, lo que más ha variado ha sido el precio de los combustibles. En esto ha incidido la baja del petróleo a nivel mundial, la contracción del diferencial de refinación y la apreciación del peso. Es importante notar, de todas formas, que el precio de los combustibles es significativamente menos predecible que en el pasado. Así, la inflación del IPC se ha ubicado bastante por debajo de lo proyectado hace un mes atrás, a pesar de que los precios de aquellos productos percibibles que incidieron significativamente en meses pasados se han tendido a normalizar de acuerdo a lo previsto.

El panorama inflacionario de corto plazo también se ve significativamente más acotado que hace un mes. La inflación del IPC debería mantenerse en torno al techo del rango meta en los próximos meses. Lo que ocurra luego, a partir del segundo semestre del 2006, dependerá crucialmente de la trayectoria subyacente de los precios, la que, como se ha indicado, continúa acotada. Las expectativas privadas, por su parte, han incorporado un panorama inflacionario de mediano plazo que sigue siendo benigno.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se destacó que se espera una revisión de las cifras de cuentas nacionales respecto de la actividad del sector de telecomunicaciones, la que incidiría al alza en algunas décimas en el crecimiento del PIB del año pasado y de este año. Los detalles de estos antecedentes están aún en proceso de revisión y se darán a conocer al público, como es habitual, en marzo del próximo año.

Se discutió acerca de las medidas de compensación inflacionaria. Los datos disponibles indican que la compensación inflacionaria a plazos más cortos es habitualmente mayor que a plazos largos. Detrás de este fenómeno estaría el hecho que, en general, los instrumentos financieros de corto y mediano plazo –en particular a dos años–, son demandados por agentes que tienen posiciones más volátiles, como los Fondos Mutuos. En el caso de los instrumentos a más largo plazo –a 10 años–, éstos son demandados básicamente por las AFP que tienen un comportamiento más estable. Esto es coherente con la hipótesis de que distintos tipos de inversionistas tienen preferencias por plazos y monedas distintas. Por un lado, los inversionistas con preferencia por el corto plazo tienden a la vez a tener una preferencia mayor por pesos y, por lo tanto, castigan relativamente más los instrumentos denominados en UF. Por lo tanto, tienen una compensación inflacionaria menor. Por otro lado, los inversionistas con preferencias por el largo plazo tienden a preferir instrumentos denominados en UF. En este caso, los instrumentos demandados por estos inversionistas tienen una compensación inflacionaria menor. De esta forma, las diferencias sistemáticas observadas en las compensaciones a corto y largo plazo tendrían que ver con las volatilidades relativas de los distintos tipos de instrumentos y con la composición de la demanda por los mismos.

Se analizó la evolución reciente del tipo de cambio. Se señaló que podría haber tres factores distintos que estarían afectando el tipo de cambio nominal. Por una parte, se señaló el mejoramiento de los términos de intercambio. En segundo lugar, se mencionó los bajos rendimientos nominales de economías maduras relativos a las economías emergentes. Ambos fenómenos habrían tendido a apreciar el tipo de cambio. En tercer lugar, se señaló que, dentro de las economías emergentes, la trayectoria de los rendimientos nominales se han aplanado más que en Chile, lo cual también habría tendido a acentuar el movimiento reciente hacia la apreciación. Se destacó que si bien es difícil distinguir cual de estos tres factores tendría una incidencia mayor sobre la trayectoria del peso, probablemente el fortalecimiento de los términos de intercambio haya tenido un importante rol para explicar su apreciación. Por último, se señaló que en general el índice regional del tipo de cambio para países de Latinoamérica presenta una apreciación en el año, al igual que el índice que resume la situación de algunos países exportadores de materias primas.

Se discutió respecto del efecto que podría tener la apreciación cambiaria sobre el gasto y la actividad. Se señaló que el efecto de esta apreciación dependía en parte de la estructura productiva del país. En particular, en el caso de un déficit comercial del sector privado o debido a efectos de hoja de balance pronunciados, la apreciación podría ser expansiva sobre el PIB. Se indicó que en todo caso la evidencia empírica para Chile no es para nada concluyente, una vez que se toma en consideración lo que ocurre con tasas de interés y condiciones externas, entre otros.

2. Opciones

El Consejo en esta ocasión consideró que las opciones más plausibles eran mantener la TPM en su nivel actual o aumentarla en 25 puntos base.

Al igual que en meses pasados, se podía justificar un aumento de la TPM teniendo en cuenta que está por debajo de niveles de tasas que se evalúan como neutral para la política monetaria, la economía ya no requiere de un impulso importante y este ajuste conviene realizarlo de manera gradual. Entre las noticias coyunturales que podrían justificar un alza en esta oportunidad, están la disminución de la tasa de desempleo desestacionalizada hasta 7,6%, el gradual aumento de los costos laborales (especialmente si se excluye su fuerte acomodo de principios de año, que parece haber sucedido por una sola vez) y la solidez de los indicadores de consumo durable. A esto se suma el favorable panorama externo, que apoya la expansión de la actividad. En términos más generales, si bien es difícil evaluar con precisión la magnitud de las holguras que aún persisten —lo más probable es que la situación entre distintos sectores sea heterogénea—, la evolución de la inflación parece coherente con que estas se están cerrando, aunque sin tensionar aún la capacidad existente. En efecto, la inflación subyacente IPCX1 anualizada de los últimos cinco meses está en torno a 3%, las otras medidas de tendencia inflacionaria se ubican en niveles coherentes con el rango meta y el aumento reciente de la tasa de crecimiento de los salarios refleja básicamente la mayor inflación pasada.

Por otro lado, hay varias noticias que podrían justificar una pausa este mes, luego de cinco alzas consecutivas en la TPM. Probablemente, la más importante sea la evolución reciente de la inflación efectiva (tanto IPC como subyacente) y su proyección de corto plazo, ambas por debajo de lo esperado hace un mes. Esto, junto con la reacción que han tenido las expectativas de inflación, acota significativamente los riesgos de un desanclaje respecto de la meta de inflación. Las expectativas de inflación para distintos plazos (y medidas) han descendido y se ubican en torno al centro del rango meta o en su mitad inferior. A ello se suman la desaceleración que muestra la actividad —que se acerca al crecimiento de tendencia— y los efectos sobre la inflación de mediano plazo de la apreciación del peso, en caso de ser esta más persistente. Por último, las señales mixtas que se aprecian en el sector real hacen que la opción de esperar, y así tener más información respecto de la marcha de la economía, tenga especial valor en esta oportunidad.

Más en general, en comparación con las últimas dos reuniones, puede evaluarse que el escenario actual ha vuelto a ser más parecido al contemplado en el último IPoM. Las diferencias más importantes con ese escenario se relacionan con el mayor precio que ha alcanzado el cobre y el perfil trimestral del crecimiento de la actividad, que muestra una desaceleración más marcada. En ese cuadro, es pertinente comparar la

trayectoria efectiva de la TPM con lo que se evaluaba como una trayectoria plausible y coherente en las proyecciones presentadas. El resultado es que la TPM aumentó algo más rápido en meses pasados, reflejando presiones de precios que amenazaban el adecuado comportamiento de las expectativas de inflación. En la actualidad, cuando estos shocks parecen estar mitigándose, se puede justificar una pausa como un retorno hacia el mismo escenario base.

Finalmente, cabe considerar que para esta reunión las expectativas del mercado y analistas están divididas, con una mayoría pensando que habría un alza de la TPM (y el resto previendo la mantención). Si se evaluara que el nivel que ha alcanzado el tipo de cambio puede reflejar algún grado de sobrerreacción, y esta tiene consecuencias negativas para la economía, existiría otra justificación para mantener la TPM en esta oportunidad. Mientras un alza de 25 puntos base podría apreciar marginalmente el peso, la mantención lo debería depreciar en algo. Como siempre, las magnitudes involucradas son difíciles de precisar. Cualquiera sea la opción escogida, no deberían ocurrir cambios significativos en la estructura de tasas.

3. Decisión de política monetaria

Varios Consejeros destacaron que los antecedentes acumulados desde la última RPM indican que el escenario externo central ha mejorado reflejo de mejores cifras de crecimiento en Estados Unidos, China y Japón y mejores perspectivas de crecimiento de la zona Euro, con reversión del mayor precio internacional del petróleo y nuevos aumentos en el precio del cobre. Asimismo, se destacó que las condiciones financieras internacionales siguen siendo favorables para Chile. Un Consejero indicó que si bien en el caso de Latinoamérica se prevé un mayor crecimiento promedio para el año, las recientes bajas de tasas de interés en México y Brasil podrían indicar que en el margen su actividad se ha debilitado.

Varios Consejeros notaron que la actividad doméstica muestra una cierta desaceleración. No obstante, algunos destacaron que ello parece obedecer a factores puntuales en sectores determinados y no es una señal de menor dinamismo de la demanda interna ni de un temprano agotamiento de las brechas de capacidad. De hecho, la demanda interna sigue mostrando un sólido dinamismo con el consumo y la inversión manteniéndose fuertes. Algunos Consejeros señalaron que el mercado laboral muestra menos dinamismo, pues se observa por primera vez una desaceleración en el empleo. Sin embargo, la disminución en la tasa de participación ha significado una caída de la tasa de desempleo desestacionalizada.

Algunos Consejeros destacaron que el crecimiento de los costos laborales unitarios se ha acelerado, aunque su trayectoria se mantiene por debajo de lo normal. Un

Consejero señaló que este crecimiento de los costos laborales unitarios se debería principalmente a una desaceleración del crecimiento de la productividad, asociada a su vez a la desaceleración del crecimiento del producto. Sin embargo, otro Consejero destacó que esta aceleración de los CLU marcaría un cambio de tendencia.

Varios Consejeros coincidieron en que la sorpresiva apreciación del peso junto con la caída del precio de las gasolinas, ha generado una desaceleración de la inflación y de su proyección de corto plazo. Un Consejero destacó que estos dos factores compensan el efecto del aumento de los costos laborales unitarios que presentan tasas de crecimiento positivas pero a partir de valores muy bajos. Algunos Consejeros también destacaron que la sorpresa inflacionaria se ha traducido en que la variación anual del IPC vuelva al rango meta. Además destacaron que se observa un aplanamiento en la trayectoria de la inflación subyacente y que diferentes medidas de mercado reflejan que se han acotado significativamente los riesgos de desanclaje de expectativas respecto de la meta de inflación.

Varios Consejeros estimaron que los antecedentes indican que al atenuarse los shocks que condujeron a una normalización más rápida de la política monetaria en los últimos meses se ha creado también un espacio para realizar una pausa en este proceso. Un Consejero señaló que en virtud de la disminución en las perspectivas inflacionarias, lo que corresponde es regresar a una dinámica de la TPM más acorde con el escenario del último IPoM, lo que sería coherente con hacer esta vez una pausa en el proceso de normalización de política monetaria. Esto permitiría, también, acumular nuevos antecedentes sobre el dinamismo de la actividad, las trayectorias de las brechas de capacidad y las tendencias inflacionarias y así tener más elementos para poder calibrar el ritmo de normalización de la política monetaria en el futuro. Asimismo, otro Consejero señaló que el solo hecho de mantener la tasa de política monetaria nominal actual ante una menor inflación esperada implica una mayor tasa real de política monetaria.

Finalmente, un Consejero señaló que una de las razones para hacer una pausa en esta reunión es el nivel que ha alcanzado el tipo de cambio, que es un determinante fundamental de la inflación. Se señaló que un alza en la tasa de política monetaria podría generar presiones que aprecien adicionalmente el peso.

4. Acuerdo

El Presidente señor Corbo, el Vicepresidente señor De Gregorio y los Consejeros señores Desormeaux y Marfán acordaron de forma unánime mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,5% anual.