

Reunión de Política Monetaria

ENERO 2007

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 102 celebrada el 11 de enero de 2007

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, don Andrés Velasco Brañes.

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 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 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; y Economista Senior, don Rodrigo Caputo Galarce.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

En esta ocasión los antecedentes presentados corresponden a los incluidos en el Informe de Política Monetaria de enero.

Además, como novedades respecto de la reunión anterior, se consideró que, en el lado externo, los precios del cobre y del petróleo tuvieron importantes ajustes a la baja. El crecimiento mundial y las condiciones financieras continúan favorables, congruentes con un escenario central de aterrizaje suave e inflación controlada en EE.UU. y el fortalecimiento del crecimiento en Europa.

En el país, las cifras de actividad sorprendieron a la baja, revirtiendo las noticias del mes anterior. Con ello, si bien el cuarto trimestre del 2006 la actividad habría crecido más

que el tercero —con lo que efectivamente se materializaría un repunte— el crecimiento estimado para el cuarto trimestre habría sido inferior al proyectado en el Informe de Política Monetaria pasado, con la consiguiente ampliación de la brecha. Esto, pese al aumento considerable del crecimiento de la demanda interna estimado para ese mismo trimestre.

El IPC estuvo marginalmente por encima de lo proyectado y hubo signos adicionales de reversión de la baja tendencia inflacionaria observada en los meses anteriores. La inflación subyacente IPCX1 fue mayor a lo esperado, explicado principalmente por el aumento en los pasajes de buses interurbanos, aparentemente reflejo del adelantamiento de un fenómeno estacional. El crecimiento de los salarios sigue contenido y su velocidad de expansión estable, mientras los CLU se desaceleran. La tasa de desempleo (desestacionalizada) en el trimestre móvil a noviembre volvió a disminuir.

El crecimiento del crédito tuvo una leve disminución en el margen, pero todavía se mantiene firme, y la estructura de tasas de interés no tuvo grandes cambios, aunque las nominales aumentaron algo. El tipo de cambio nominal, en contraste, se depreció casi 3% desde la reunión anterior. En términos multilaterales, su depreciación es algo más de 2%. Los indicadores de expectativas de inflación de corto y mediano plazo se acercaron hacia 3%, aunque las de corto plazo siguen levemente bajo esa cifra.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió acerca de los factores que pueden explicar la rápida caída del precio del cobre en las últimas semanas. Se señaló que era difícil asignarla a cambios en las variables que determinan la oferta y demanda del metal. Se agregó que algo similar había sucedido cuando el precio se acercó a US\$4 la libra durante el 2006, momento en que tampoco se podía explicar su nivel de precio en función de estas variables. Se mencionó que una explicación posible era la salida de especuladores del mercado junto a una caída en las primas por riesgo que incorporaban los precios.

Se analizaron las implicancias que tenían las noticias de actividad económica de los últimos meses. Se señaló que aunque en el último mes se habían producido solo algunas novedades respecto de actividad, la acumulación de noticias desde el Informe de Política Monetaria de septiembre había sido importante. Se agregó que, además, configuraban un escenario de brecha de capacidad y de actividad distintos del que se planteó en septiembre, lo que debería ser un factor clave en la decisión de política monetaria. Se comentó que a lo anterior se agregaba lo que había sucedido con los salarios, que ponían presiones reducidas sobre la inflación. De hecho, la inflación subyacente IPCX1 a diciembre era cerca de medio punto porcentual menor que lo proyectado en septiembre. En contraposición, se mencionó que el panorama del mercado laboral parecía indicar que las holguras eran menores, pero que estas cifras eran más difíciles de interpretar por los problemas de comparabilidad que habitualmente surgen de empalme de mediciones como el que se hizo en el curso del 2006.

Se analizó con detalle el escenario de proyecciones que contendría el Informe de Política Monetaria.

2. Opciones

Con los antecedentes disponibles, las opciones consideradas más plausibles para esta reunión fueron disminuir la TPM, posiblemente en 25 puntos base, o mantenerla.

La principal justificación para disminuir la TPM, más allá de las noticias acumuladas desde la última reunión, eran el propio escenario central de proyecciones del Informe de Política Monetaria de enero, que resumía la acumulación de noticias desde septiembre. Si bien las noticias del mes incluían una actividad el trimestre pasado menor que la proyectada y una fuerte disminución del precio de los combustibles y del cobre, ellas podían ser insuficientes para provocar, por sí mismas, una decisión de recortar la TPM. En cambio, era necesaria una ronda completa de proyecciones para evaluar la conveniencia de una disminución de la tasa de interés, toda vez que se habían acumulado novedades de distinto tipo desde el último Informe y una acción de política podría involucrar una reversión de la decisión al corto andar. El ejercicio de proyecciones mostraba que, en el escenario central, la reversión no ocurriría hasta algunos trimestres.

Un recorte moderado de la TPM permitiría adelantar el cierre de brechas de inflación y actividad a través de (i) contrarrestar el efecto de la menor inflación sobre el impulso monetario y (ii) elevarlo de mantenerse expectativas de inflación estables. En el escenario central, era necesaria una política monetaria más acomodaticia para lograr que la inflación volviera efectivamente a 3% en el plazo de dos años. De hecho, de postergarse este ajuste por mucho tiempo, se arriesgaba tener que profundizarlo más adelante.

Se consideró también que, por tratarse de un cambio moderado de la TPM, por haber algunas señales que diferían de lo contemplado en el escenario central, y por tratarse de un cambio de signo inesperado de la trayectoria de la política monetaria, también había argumentos que podrían justificar la mantención de la tasa.

Más específicamente, se podía argumentar a favor de recabar más información antes de determinar un cambio en la TPM, debido a que había un riesgo de una reversión de signo más pronta que la considerada en el escenario base en caso de que, por la materialización de escenarios de riesgo, la inflación sea mayor que la contemplada. De hecho, el comportamiento reciente de las medidas de tendencia inflacionaria y el nivel al que ha llegado la tasa de desempleo apuntarían a un escenario de inflación algo mayor que la considerada en el escenario central. Algo similar ocurría con las proyecciones de inflación del mercado, que estaban por encima de las del escenario central y constituían información complementaria. Si una reversión de política poco distante en el tiempo es particularmente costosa, estos y otros riesgos inflacionarios podían ser más relevantes que los que apuntan hacia una menor inflación.

Adicionalmente, la mayor expectativa de inflación del sector privado, respecto de la proyectada en el escenario central, moderaba la urgencia a una modificación de la TPM orientada a mantener el impulso monetario. Las tasas de interés real ex ante parecían

haber tenido un ajuste menor que el considerado en las proyecciones. En la medida que las proyecciones privadas disminuyan, acercándose a las del Banco se haría más necesario el ajuste de la TPM.

Finalmente, además de permitir recabar más información, la mantención permitía profundizar la preparación del mercado para un eventual cambio de política. La comunicación del Banco había dejado abierta cada vez de manera más explícita esta posibilidad, pero aún no había dado un sesgo evidente.

3. Decisión de política monetaria

Varios Consejeros señalaron que el entorno externo para la economía chilena se mantiene favorable en un contexto en que las perspectivas de crecimiento global permanecen estables. Algunos Consejeros, además, coincidieron en que las condiciones financieras internacionales son todavía favorables.

Por otro lado, varios Consejeros coincidieron en que la principal noticia en el plano externo es la evolución del precio del petróleo que se ha venido corrigiendo a la baja. Adicionalmente, varios de ellos destacaron que junto con lo anterior, el precio del cobre había mostrado ajustes a la baja importantes.

Respecto de la actividad, todos los Consejeros señalaron que ésta ha crecido menos que lo anticipado previamente. Según un Consejero este fenómeno obedece, por un lado, a una reversión más lenta de fenómenos puntuales que incidieron en un menor crecimiento, así como a fenómenos que han sido más persistentes. Algunos Consejeros notaron que, como resultado de este menor dinamismo, las holguras de capacidad serían algo mayores.

Varios Consejeros notaron que la inflación se ubicaba por debajo de lo esperado en septiembre, en valores en la parte baja del rango de tolerancia y señalaron que se ha configurado un escenario en que, como resultado de menores brechas y variaciones de costos acotadas, se espera que la inflación se mantenga en niveles bajos por un tiempo prolongado para después converger a 3% en el horizonte de proyección. Algunos Consejeros señalaron, además, que las expectativas de mercado para plazos cortos y medianos están algo por debajo de 3%.

Dado el escenario central, en que la inflación es menor a la proyectada con anterioridad, varios Consejeros coincidieron en que la reacción de política monetaria debería ser disminuir la tasa de interés, para así asegurar que la inflación proyectada se ubique en 3% en el horizonte de política. Adicionalmente, varios Consejeros señalaron que el balance de riesgos del escenario central está equilibrado. Por su parte un Consejero señaló que una disminución en la tasa de interés no necesariamente debe interpretarse como una instancia monetaria más expansiva, sino que un acomodo a una perspectiva de menor inflación para mantener la expansividad de la política monetaria.

Por otro lado, un Consejero señaló que en el escenario central los riesgos que la inflación futura, en la práctica, sea más elevada de lo proyectado, por menores holguras de capacidad y mayores presiones en el mercado laboral entre otras causas, son más significativos que el riesgo de una inflación futura muy reducida. Lo anterior, de materializarse, llevaría a una temprana reversión de una eventual política de baja de tasas, por lo que en este contexto la opción adecuada sería mantener la tasa en su actual nivel y acumular más información. Como argumento de un orden de importancia menor al anterior, estimó que sería adecuado preparar más al mercado antes de tomar una decisión de recorte de la TPM.

4. Acuerdo

El Consejo acordó con los votos del Presidente señor Corbo, el Vicepresidente señor De Gregorio, y los Consejeros señores Marfán y Marshall disminuir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, ubicándola en 5%. El Consejero señor Desormeaux manifestó su decisión de mantenerla en 5,25%.