

Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2006

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 100 celebrada el 16 de noviembre 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, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacrur 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 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; Economista Senior, don Rodrigo Caputo Galarce; y Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

La actividad del tercer trimestre mostró un dinamismo reducido. El PIB creció por debajo de lo esperado en el escenario central del IPoM de septiembre y más allá de fenómenos puntuales, materializando el sesgo negativo que se le asignó en ese entonces a la proyección de crecimiento para el 2006. En todo caso, la actividad retomaría un mayor crecimiento en el trimestre en curso y durante el 2007, apoyado en condiciones macroeconómicas que se mantienen favorables, tales como la evolución del escenario externo, las condiciones financieras ventajosas, el gasto fiscal presupuestado y las intenciones de inversión. En octubre la variación anual del IPC cayó a valores cercanos al piso del rango meta, por debajo de proyecciones previas, en parte importante por la alta base de comparación de igual mes del 2005, lo que se acentuó por los menores precios de los combustibles (reflejada en una variación negativa del IPC en el mes).

La inflación del IPCX1 siguió configurando un panorama de inflación subyacente por debajo de lo esperado en el IPoM y la RPM anterior. Al mismo tiempo, otros indicadores de tendencia inflacionaria volvieron a descender en octubre. Así, se espera que, por algunos meses, la inflación anual del IPC se ubique por debajo del centro del rango meta. En tanto, las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen en 3%.

En su conjunto, el escenario externo continúa siendo favorable, sin cambios significativos durante las últimas semanas. Por el lado del crecimiento mundial, el menor dinamismo que exhibe la economía de EE.UU., algo más pronunciado de lo que se esperaba, es compensado por una mayor actividad en la Zona Euro y Asia Emergente. Las tasas de interés de largo plazo de EE.UU. se ubican cerca de 20 puntos base por debajo de lo registrado hace un mes, derivado principalmente de cifras de actividad más débiles que lo previsto. Respecto de la política monetaria en EE.UU., las expectativas siguen indicando, con una alta probabilidad, que ésta se relajaría hacia fines del primer trimestre del 2007, mientras en la Zona Euro y Japón se seguiría aumentando la tasa de referencia. El precio del cobre, en tanto, en línea con lo anticipado, ha mostrado una tendencia a la baja, ubicándose en lo más reciente en torno a US\$3,15 la libra (7% inferior al valor vigente al cierre de la reunión previa). El precio del petróleo, a su vez, ha oscilado entre US\$57 y 61 el barril, nivel inferior al proyectado en el último IPoM.

Internamente las condiciones financieras siguen ventajosas. El crecimiento anual del crédito se mantiene en niveles altos (del orden de 20%), aunque descendió por segundo mes. Ello es coherente con los resultados de la encuesta sobre créditos bancarios de octubre, donde se concluye que las instituciones financieras mantienen estándares flexibles de otorgamiento de crédito en todos los segmentos, al tiempo que perciben un debilitamiento en la demanda por préstamos, especialmente de parte de las grandes empresas y pymes. Otras fuentes de financiamiento de empresas (emisión de bonos y de acciones) se aprecian más dinámicas en el mes, con apertura en bolsa de nuevas empresas y significativos anuncios de emisión de bonos.

Las tasas de interés de los instrumentos del Banco Central profundizaron la caída que registran desde comienzos de septiembre, bajando entre 10 y 20 puntos base y alcanzando los BCP-10 valores similares al mínimo histórico. Las tasas de interés aplicadas en los créditos de consumo y comerciales aumentaron respecto de septiembre, aunque siguen por debajo de los registros de comienzos de año. La trayectoria de las tasas de los documentos locales ha coincidido en general con la de sus símiles externas, en particular con la de los papeles nominales y reales a diez años de EE.UU.

El indicador de la bolsa local, IPSA, sigue marcando máximos históricos, acumulando en el año una rentabilidad de 24,1% medida en pesos y de 20,8% en dólares —3,8% en el último mes—. En esta evolución incidieron, además del desempeño de las bolsas extranjeras, los positivos resultados corporativos del tercer trimestre. Respecto de esto, la información de las Fecu indica que la rentabilidad de las empresas alcanzó cifras elevadas, 18% al tercer trimestre, aunque parte de ello ha sido explicado por las utilidades de las empresas mineras. Si se excluye a estas últimas, de la medición, la rentabilidad total se mantiene en torno a 10% en el último año. Los flujos de caja

de las empresas libres para inversión como razón de sus activos acumulados al tercer trimestre de este año, siguen en niveles elevados, aunque algo menores a los máximos del segundo cuarto.

El tipo de cambio, nominal y real, ha disminuido en las últimas semanas, evolución que es similar a la de las monedas de otras economías emergentes y exportadoras de productos básicos. El peso se apreció 2,1% respecto del dólar desde la reunión anterior, apreciación que fue algo menor frente a canastas de monedas: 1% frente al TCM y al TCM-5, y 0,6% frente al TCM-X.

La actividad de septiembre profundizó el débil desempeño del tercer trimestre, con un crecimiento anual de 2,8%. Eliminado el efecto calendario (días hábiles) esta cifra fue cercana a 4%, la que si bien es algo mayor a la del mes previo (3%) sigue por debajo de los registros del primer semestre. En septiembre, tal como lo fue a lo largo del tercer trimestre, la mayor debilidad de la actividad se concentró en la minería y la industria. En minería, la caída anual de la actividad estuvo influida por el efecto del derrumbe en Codelco. En industria, continuó la caída de sectores transables que han sido sustituidos por importaciones. En todo caso, el escenario más probable apunta a que durante el trimestre en curso y durante el año 2007, el crecimiento de la actividad sea mayor. Ello se apoya en el favorable escenario externo, las aún ventajosas condiciones financieras, el mayor impulso fiscal esperado para el 2007, la evolución reciente del mercado laboral, las intenciones de aumento de inversión (especialmente en el sector energético) y la caída en el precio de los combustibles. A todo ello se sumaría que varios de los factores puntuales que afectaron negativamente la actividad durante este año no se repetirían, en particular aquellos identificados en el sector minero y agrícola. Con todo, dada la evolución reciente de la actividad, persiste el riesgo de que el menor dinamismo de la economía se prolongue más allá de lo esperado, y, por ende, que la actividad tarde un tiempo más en retomar mayores tasas de crecimiento.

En el último mes se siguieron acumulando noticias positivas respecto de la evolución de la inversión, lo que podría indicar que el riesgo asociado a ella que se señaló en el IpoM, estaría desapareciendo. La información del catastro de inversión privada de octubre indicó para el 2007 una corrección al alza en el valor de los proyectos del orden de 12% (7% para el 2009), correspondientes a nuevas inversiones en los sectores energético y minero. Por su parte, las ventas de viviendas en el Gran Santiago (CChC) crecieron 1,9% anual en septiembre (8,7% en agosto y -6,5% en julio), al tiempo que los meses necesarios para agotar el stock se estabilizaron, tras aumentar durante casi todo el 2006. Asimismo, otra fuente de información del sector inmobiliario (Collect) indicó una trayectoria de las ventas similar para el tercer trimestre, pero con un descenso en el número de meses para agotar el stock. Contrasta con lo anterior, el relativo menor grado de avance de la inversión del gobierno central en lo que va del 2006, que se observó con mayor intensidad en el tercer trimestre.

Por otro lado, en octubre las importaciones de bienes de capital continuaron mostrando una recuperación de sus niveles, totalizando US\$698 millones (US\$603 y 633 millones en agosto y septiembre, respectivamente). Su tasa de variación anual, en todo caso, fue negativa: -7,7%, principalmente por el efecto de la alta base de comparación, dado

que en octubre del 2005 se verificó la mayor parte de la internación de buses para el Transantiago. De hecho, al descontar este evento de la base de comparación, las importaciones de bienes de capital aumentaron 16,5% anual en octubre.

En septiembre, los indicadores parciales de consumo, con su volatilidad habitual, apuntaron a que este agregado sigue creciendo con relativa fuerza. Este comportamiento fue similar en los bienes habituales y durables. En octubre el valor de las importaciones de bienes de consumo aumentó 25% anual, valor superior al registrado durante el tercer trimestre del año. Este crecimiento de las internaciones es coherente con el cambio en el origen de los bienes de consumo desde producción interna a importaciones que se ha apreciado en los últimos trimestres en algunos rubros de la industria.

Las expectativas de hogares y empresas no tuvieron cambios relevantes en septiembre. Las de los consumidores (IPEC) siguen cercanas a los valores considerados neutrales, aunque se ubicaron algo por debajo de las del mes anterior (48,8 en octubre; 49,9 en septiembre). En tanto las de los empresarios, medidas a través del IMCE, se mantuvieron en el lado optimista, alcanzando a 54,4 puntos (0,2 punto superior a septiembre).

En el tercer trimestre, el crecimiento anual del volumen de las exportaciones industriales, excluidos productos básicos (harina de pescado y celulosa), aumentó respecto del trimestre anterior: 17% (10% en el segundo trimestre). Durante octubre, el valor de las exportaciones creció, en términos anuales, algo menos que en septiembre. Los envíos mineros siguieron impulsados por el alto precio del cobre. En cuanto a las importaciones, además de lo ya dicho para las de capital y consumo, las de bienes intermedios crecieron algo más, a pesar de las menores internaciones de petróleo. Así, las exportaciones alcanzaron durante octubre a US\$4.997 millones FOB (43,9% anual), mientras las importaciones llegaron a US\$3.259 millones FOB (13,4% anual).

En el mercado laboral, las cifras del INE del trimestre julio-septiembre mostraron un mayor crecimiento del empleo, con una variación anual que aumentó hasta 1,4% y un importante incremento en términos de velocidad trimestral. En términos de niveles desestacionalizados, persiste el aumento del empleo asalariado mientras el empleo por cuenta propia dejó de disminuir. Destaca la tendencia al alza en el crecimiento del empleo industrial —que es coincidente con lo que entregan otras fuentes de información como la AChS y SOFOFA— y el de la construcción. Al mismo tiempo, la tasa de desempleo continuó con la tendencia decreciente que ha registrado todo el año, situándose en 7,2% descontada estacionalidad (7,6% el trimestre móvil precedente y 9,1% hace un año). A su vez, la tasa de participación cayó nuevamente (54,5% en el trimestre julio-septiembre; 54,7% en el trimestre móvil anterior), con lo que se sitúa en niveles similares a los de comienzos del 2004.

En septiembre la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales no tuvo mayores variaciones respecto de agosto, aunque su velocidad cayó. El crecimiento anual del costo de la mano de obra (CMO) se ubicó por segundo mes en 5%, mientras el de los CMOX lo hizo en 4,4% (0,2 puntos porcentuales por sobre el registro de agosto). La tasa de variación anual de los costos laborales unitarios (CLU) disminuyó respecto del mes anterior, ubicándose en un rango que va de 2,5 a 7% dependiendo de su versión.

En todo caso, el bajo crecimiento de las medidas de productividad media, dada la evolución de la actividad del tercer trimestre, lleva a un aumento en la velocidad de expansión de los CLU.

La inflación anual del IPC cayó hasta 2,1% en octubre (3,8% en agosto; 2,8% en septiembre), producto tanto de la alta base de comparación de igual lapso del 2005 como del efecto negativo del menor precio de los combustibles. A ello se ha sumado un panorama de inflación subyacente muy acotado. En los meses venideros la inflación del IPC retornaría transitoriamente a valores más cercanos a 3%, manteniéndose luego en la parte inferior del rango meta. Esto implica un escenario de inflación de corto plazo que es bastante menor al proyectado en el IPoM de septiembre.

En octubre, el IPCX1 y las distintas medidas de tendencia inflacionaria continuaron mostrando descensos en sus tasas de incremento anual. La variación anual del IPCX1 llegó a 2,1% (2,4% en agosto; 2,2% en septiembre), con una velocidad de expansión que se mantuvo en torno a 2% anual. Simultáneamente, las tasas de variación de los indicadores alternativos, medias podadas e IPCX2, continuaron disminuyendo.

Las distintas medidas de expectativas de inflación a un año plazo continuaron por debajo de 3%, mientras las de largo plazo se mantienen en torno a 3%. La compensación forward entre uno y dos años plazo mantuvo la trayectoria decreciente que registra desde hace unos meses, alcanzando a 2,3%, mientras aquellas a plazos mayores (de 2 a 5 años y de 5 a 10 años), luego de aumentar hacia fines de octubre entre 20 y 30 puntos base, en la actualidad se ubican en torno a 3%. La EEE mostró una inflación anual que cae desde 3,1 a 2,9% para diciembre de este año. Sin embargo, a un año plazo, pasó de 2,7 a 2,9%, mientras que a dos años plazo, sigue en 3%.

Las expectativas para la TPM que se deducen de la curva forward siguen aplanando la trayectoria esperada para dicha tasa, especialmente en el mediano plazo. Para diciembre de este año, el mercado espera que la TPM esté en 5,3% y en 5,5% en diciembre del 2007 (5,3 y 5,6% hace un mes atrás; 5,4 y 5,9% en septiembre). En tanto, de la EEE se desprende que la TPM se mantendría en 5,25% prácticamente durante todo el 2007, subiendo en diciembre de ese año 25pb., la única alza en 24 meses.

Finalmente, para el PIB y de acuerdo con la EEE, los analistas de mercado anticipan un crecimiento de 4,5% este año (4,7% el mes anterior) y se mantiene uno de 5,3% el 2007.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió acerca de los movimientos de las expectativas de cambio de tasas de interés en los Estados Unidos. Se mencionó que en las últimas semanas, en línea con la dirección de las noticias, éstas muestran que un porcentaje cada vez mayor del mercado está esperando que el próximo movimiento sea a la baja. Se indicó también que la dispersión de estas expectativas era bastante amplia, coexistiendo visiones pesimistas y optimistas respecto del dinamismo futuro de esta economía. Lo anterior, se señaló, estaba en línea con la incertidumbre respecto de la forma en que se balancearía el

crecimiento mundial entre las distintas zonas económicas, lo que se consideró, ampliaba el escenario de riesgos respecto del lado real. Se apuntó, sin embargo, que del lado financiero los riesgos habían disminuido, con bolsas, premios soberanos y flujos de capitales que eran más favorables para las economías emergentes.

Se discutió acerca de la evolución que tuvo la actividad en el tercer trimestre. Se señaló que la información de septiembre parecía contener señales de que la debilidad de la actividad había tenido un componente más persistente que en meses anteriores, en que ella era atribuible a factores puntuales. Ello podía verse en lo que sucedía con la industria, especialmente en los sectores sustituidores de importaciones que se observaba eran los más débiles a lo largo del año. Se indicó que el escenario base consideraba que la debilidad de estos sectores no se profundizaría y que otros, como la construcción, tomarían un mayor dinamismo. Ello, junto a las condiciones macroeconómicas vigentes, apoyaba la tesis de que la actividad retomaría tasas de crecimiento mayores en el corto plazo. Se discutió acerca de las implicancias y los riesgos implícitos en este escenario, concluyéndose que, probablemente, la brecha se cerraría algo después de lo previsto en el escenario central del IPoM y que los riesgos eran mayores que en el pasado.

Se discutió acerca de los factores que estarían detrás de la debilidad que ha mostrado la industria en el año y del cambio que se ha apreciado en el origen de los bienes de consumo, desde el mercado nacional hacia importaciones. Se señaló que no es posible adjudicar este cambio a una mayor participación de algún país en particular en las importaciones durante el último año. Con todo, es posible que parte de la menor inflación subyacente que se ha observado en lo más reciente se deba al traspaso de menores precios internacionales hacia el mercado interno. Se señaló la necesidad de continuar indagando sobre las consecuencias del escenario energético reciente. La evidencia preliminar sugiere un efecto macroeconómicamente poco significativo de los recortes de gas sobre la actividad, pero uno más relevante a través del precio de la energía eléctrica.

Respecto de la evolución de las expectativas de inflación, se mencionó que la compensación inflacionaria entre el primer y segundo año ha disminuido en lo más reciente, ubicándose en la parte baja del rango meta de inflación. A plazos mayores, no obstante, siguen ancladas al centro del rango meta. Se indicó que era posible que existieran problemas de índole técnico, referentes a los tenedores de los distintos instrumentos, que explicarían por qué las expectativas de inflación habían caído, toda vez que se apreciaban ciertas incongruencias entre la información conocida y la inflación esperada a uno y dos años plazo que se deduce de los instrumentos financieros. Se añadió que, pese a lo anterior, otras medidas de expectativas de inflación seguían ancladas al 3% a plazos mayores de un año.

2. Opciones

Se estimó que con los antecedentes disponibles, era difícil justificar una opción distinta a la de mantener la TPM en esta reunión.

Se podía descartar como opción un aumento de la TPM considerando que el escenario central del IPoM ya contemplaba mantener la TPM por un tiempo prolongado y que las novedades apuntaban hacia menores presiones inflacionarias que las proyectadas en ese escenario. La demora que la reacceleración había tenido hasta ese momento, los riesgos de que ello se repitiera y la menor tendencia inflacionaria observada hacían evidente la inconveniencia de un aumento de la TPM.

Por otro lado, podía argumentarse que, de no darse el cierre de holguras considerado, la reducida inflación actual podría ser bastante persistente. En principio, esto podía requerir de un mayor impulso monetario. Sin embargo, considerando que esto es por el momento sólo un escenario de riesgo (que ha aumentado su probabilidad de ocurrencia), también podía descartarse la opción de disminuir la TPM en esta reunión. Las condiciones macroeconómicas seguían propicias —e incluso eran mejores en algunas dimensiones— para un mayor crecimiento. Las favorables condiciones financieras internas, el mayor gasto fiscal del próximo año, la persistencia del menor precio del petróleo, las intenciones de aumentar la inversión en proyectos (en particular en energía) y la no repetición de hechos puntuales que han impactado en la producción, apoyaban un mayor dinamismo hacia delante. Las proyecciones de corto plazo para la actividad y algunos datos efectivos de la coyuntura apoyaban esta evaluación.

Tampoco se percibían riesgos de desanclaje que ameriten una acción de política. Si bien la compensación inflacionaria para el horizonte de proyección de 12 a 24 meses estaba por debajo de 3%, las expectativas de la encuesta a analistas y las medidas de compensación a mayores plazos siguen ancladas en torno a 3%.

En suma, la coyuntura que se enfrentaba en esta reunión no era especialmente compleja para la decisión misma sobre la TPM. De hecho, una acción distinta a mantener sería muy sorpresiva y extremadamente difícil de explicar, en parte porque la comunicación del Banco ha sido relativamente explícita en cuanto a la evolución futura de la TPM.

Sin embargo, la información disponible sí daba cuenta de que el signo de los próximos movimientos de la TPM se había vuelto más incierto. Esta tensión ya se reflejaba en los precios financieros, las encuestas y la observación de algunos analistas. En vista de ello, parecía necesario revisar nuevamente el sesgo implícito del comunicado de la reunión.

3. Decisión de política monetaria

En el ámbito externo, todos los Consejeros coincidieron en que, a pesar de la desaceleración gradual del crecimiento en los Estados Unidos, el de otras regiones se mantiene, con lo que las perspectivas de crecimiento mundial siguen estables. Un Consejero señaló que una novedad con respecto a la reunión anterior es que el rango de crecimiento económico esperado de los Estados Unidos ha tendido a amplificarse hacia abajo. Agregó que lo anterior no modifica el escenario central, pero introduce un mayor riesgo para las proyecciones de crecimiento mundial

Algunos Consejeros señalaron que el precio del petróleo es menor que lo previsto en el Informe de Política Monetaria, aunque persiste un grado importante de incertidumbre sobre su trayectoria futura, mientras la fortaleza de la economía mundial hace improbable una caída similar a la observada recientemente.

En el ámbito interno, varios Consejeros señalaron que las tasas de interés de largo plazo han caído en respuesta a factores tanto domésticos como externos. Uno argumentó que lo anterior, unido al desempeño positivo de la bolsa, indica que las condiciones financieras siguen siendo favorables.

La mayoría de los Consejeros indicó que se ha profundizado la tendencia a un menor crecimiento en el corto plazo y que ello obedece en parte a razones que van más allá de efectos puntuales. Los Consejeros coincidieron, sin embargo, que existen condiciones domésticas y externas que permiten anticipar una recuperación del ritmo de crecimiento hacia el próximo año. En particular, la mayoría de ellos apuntó que las mejores perspectivas para la inversión y la expansión fiscal anticipada para el 2007 apoyan este diagnóstico. Algunos Consejeros señalaron que persisten riesgos de que el menor dinamismo de la economía en los últimos dos trimestres muestre más persistencia que la proyectada

Respecto de la inflación e inflación subyacente, algunos Consejeros destacaron que ésta ha evolucionado por debajo de lo anticipado en la reunión pasada y en el último Informe de Política Monetaria. En este contexto, los Consejeros coinciden en que la inflación se ubicaría, ya sea por menores presiones de costos y/o por el retraso en el cierre de holguras, en la parte baja del rango meta en el corto plazo. No obstante lo anterior, varios Consejeros destacaron que para plazos más largos las expectativas de inflación siguen bien ancladas en torno del centro del rango meta.

Todos los Consejeros coincidieron en que, dados los antecedentes presentados, la opción más adecuada era mantener inalterada la tasa de política monetaria en su actual nivel. Un Consejero señaló que se está acumulando evidencia que no permite descartar tan fácilmente una reducción de la tasa de política monetaria en los próximos meses, lo que lleva a que sea más fácil descartar la opción de subir que la de bajar en esta reunión. Varios Consejeros señalaron que los movimientos futuros de la tasa de instancia dependerán de los antecedentes que se acumulen.

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%.