

# Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2006

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

### Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 99 celebrada el 12 de octubre 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 Angel Nacur Gazali; 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 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

En agosto, el Imacec creció por debajo de los meses anteriores y de lo proyectado, parcialmente influido por el desempeño del sector minero y fenómenos puntuales en el ya débil crecimiento de la industria. Así, la información disponible da cuenta de que la actividad del tercer trimestre habría continuado creciendo a tasas reducidas. En septiembre, la inflación subyacente volvió a estar por debajo de lo proyectado, a lo que se agregó una trayectoria a la baja de otros indicadores de tendencia inflacionaria. Tal como se esperaba, el precio de los combustibles afectó negativamente a la inflación en dicho mes. Sin embargo, la profundización de la caída del precio del petróleo (comparada con la expectativa de reversión previa), así como su impacto sobre tarifas reguladas, lleva a que la inflación se ubicaría en los próximos meses por debajo de lo

proyectado en el último Informe de Política Monetaria. Por su lado, las expectativas de inflación del sector privado de corto plazo, uno a dos años, muestran una caída importante, mientras la de plazos mayores se mantienen en torno a 3%. Dada la evolución de las condiciones externas, el impulso fiscal y las favorables condiciones financieras internas, se estima que la reaceleración del crecimiento interno para el año sigue siendo el escenario más probable.

En el ámbito externo, destaca la caída del precio del petróleo, impulsada por una reducción en la prima por riesgo geopolítico y de abastecimiento, así como por expectativas de un menor crecimiento de la demanda global por combustibles, apoyada por la desaceleración de la economía estadounidense. Este descenso, de magnitud no anticipada, se ha reflejado en una caída de los precios futuros de petróleo para todos los plazos. El precio del cobre, al igual que el de los otros metales, disminuye en torno a 6% durante el último mes, ante señales positivas en negociaciones laborales de diversas empresas mineras y expectativas de menor demanda en algunos de los principales consumidores.

En términos de crecimiento global, los indicadores del mes dieron cuenta de que la actividad en EE.UU. se desacelera algo más de lo que se esperaba, mientras indicadores de la Zona Euro y Japón resultaron más favorables que lo anticipado. Las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. son algo menores que las vigentes hace un mes ( $\pm 4$ pb.), aunque con una alta volatilidad en el período. Indicadores de actividad más débiles, a excepción de la información más reciente del mercado laboral, y expectativas inflacionarias más reducidas, llevan a que el mercado considere la posibilidad de un recorte de la tasa de política monetaria en esta economía en diciembre de este año, alcanzando en el 2007 una tasa 50 pb. menor a la actual. En Europa y Japón, contrariamente, se mantienen expectativas de que continúen alzas en las tasas de política monetaria.

Las condiciones financieras internas siguen ventajosas, con un menor crecimiento del crédito bancario y uno mayor del dinero. Lo primero fue visible en los préstamos a empresas y a personas, especialmente estos últimos que tras aumentar durante todo el 2006 a tasas del orden de 23% anual, lo hicieron a cerca de 21% en septiembre. En las tasas de interés se observaron caídas de entre 10 y 20 puntos base respecto de los niveles vigentes al cierre de la reunión anterior, con excepción de la del BCU-5 que no presentó cambios. Así, las tasas de los documentos nominales se ubican en 5,5%, 5,7 y 5,8% para los BCP-2, 5 y 10, respectivamente, mientras la de los reajustables se encuentra en torno a 3%, tanto la de los BCU-5 como las de los BCU-10. A su vez, la tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo cayó respecto del mes anterior, nuevamente afectada por factores estacionales. La tasa cobrada en operaciones comerciales aumentó y sigue en niveles algo menores a los de la primera parte del año. Las tasas de crecimiento anual de los agregados monetarios aumentaron en septiembre, en especial la del M1 que se ubicó en 16,1% (13,1% en agosto). En el mercado de deuda, destaca la mayor emisión y anuncios

de colocación de bonos de empresas cuyo destino es, en una porción significativa, la inversión, que se ubican en niveles por sobre los del 2005. La bolsa, medida a través del IPSA, ha alcanzado máximos históricos en los últimos días, marcando una rentabilidad de 5,4% en pesos y 5,9% en dólares desde el cierre de la reunión anterior, en un contexto de favorables retornos de bolsas mundiales, optimismo en la región y por la valorización de ciertas acciones que tienen alta ponderación en el índice. Comparado con el valor promedio mundial, la bolsa local ha tenido un aumento relativamente mayor en las últimas semanas

El tipo de cambio ha oscilado entre \$534 a \$540 por dólar en el último mes, promediando una cifra muy similar a la vigente al cierre de la reunión de septiembre. Sin embargo, comparado con canastas de monedas se observó una leve apreciación del peso. Las medidas multilaterales, TCM, TCM-5 y TCM-X tuvieron variaciones de -0,9%, -1,1 y -0,8%, respectivamente, comparado con el cierre anterior. El TCR finalizó septiembre con un nivel promedio de 94, semejante al valor del mes anterior.

En agosto, el Imacec creció por debajo de los meses anteriores. Eliminado el efecto calendario (composición de días), el Imacec de agosto creció a una tasa del orden de 3% anual, cifra bastante por debajo del promedio del primer semestre y del valor de julio. La mayor debilidad de la actividad fue especialmente visible en el sector minero. La tasa de crecimiento anual del sector industrial también tuvo una baja variación en agosto. Eliminado el efecto calendario, el crecimiento anual de la industria volvió a caer, mostrando una velocidad de expansión que se mantiene en torno a 0%. En todo caso, más allá de la debilidad generalizada de la industria en el año, la evaluación de los sectores que mostraron menor dinamismo en agosto mayoritariamente apunta a factores específicos, que se mantendrían por algunos meses. Así, el panorama de actividad de corto plazo valida el sesgo negativo que se asignó a la proyección de crecimiento para el 2006 en el IPoM de septiembre.

Por el lado de la demanda interna, las noticias más recientes siguen confirmando que la inversión estaría retomando un mayor dinamismo. Al antes comentado incremento de las colocaciones de bonos de empresas, se suma que las importaciones de bienes de capital siguen en niveles altos (US\$601 millones en septiembre). En términos de variación anual, no obstante, las cifras continúan siendo negativas por la alta base comparación, lo que se hará más notorio en octubre. El crecimiento anual de las ventas del sector inmobiliario nacional repuntó en agosto (5,1%) después de tres meses en niveles negativos.

La tasa de crecimiento anual de los indicadores de consumo sigue en línea con lo observado en los meses recientes: relativa estabilidad en la del consumo habitual y descensos en la del consumo durable. Respecto de las expectativas de consumidores (IPEC), en el último mes se verificó un aumento que las hizo retornar a los niveles neutrales (49,9 en septiembre; 46,7 en agosto). En cuanto a expectativas de los empresarios, el IMCE total de septiembre fue menor al del mes previo (54,2 respecto

de 56,3) aunque en gran medida por la caída de las expectativas del sector minero. Excluido este, aumentan marginalmente, manteniéndose en el lado optimista.

La Ley de Presupuestos para el 2007 indicó un aumento del gasto de 8,9% para dicho año, en línea con lo incluido en el escenario base del IPoM.

En septiembre, el valor de las exportaciones industriales se mantuvo alto, superando el promedio del año. A su vez, los envíos mineros se recuperaron evidenciando la normalización de la situación en el sector. En cuanto a las importaciones, las de consumo se mantuvieron relativamente dinámicas, en tanto las de capital mantuvieron su tendencia a la recuperación.

Las tendencias del mercado laboral no mostraron cambios en el trimestre junio-agosto. La tasa de crecimiento anual del empleo total sigue algo por debajo de 1%, aunque, en términos de velocidad, aumenta el crecimiento trimestre a trimestre del empleo total. Desde el punto de vista de niveles desestacionalizados, se sigue apreciando un rápido aumento del empleo asalariado (aunque en este trimestre móvil a un ritmo algo más lento) y una disminución del empleo por cuenta propia. La tasa de desempleo volvió a caer: eliminada la estacionalidad llegó a 7,7% (8,0% el trimestre móvil precedente; 9,2% hace un año). A su vez, la tasa de participación tuvo una caída marginal (54,7% en junio-agosto; 54,8% en mayo-julio), con lo que sigue en niveles inferiores a los de comienzos de año.

En agosto la tasa de crecimiento de los salarios nominales se mantuvo estable respecto de meses anteriores. Una situación similar se apreció en la tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios (CLU), con variaciones que se ubicaron en un rango de 3 a 7% para sus versiones con empleo total, asalariado, sectores resto y excluido agricultura. En todos estos casos, el bajo crecimiento de la productividad, dada la evolución de la actividad del tercer trimestre, es determinante en el crecimiento actual de los CLU. Si se considera la productividad de tendencia, los CLU crecen de forma acotada.

En septiembre, la inflación subyacente IPCX1 nuevamente fue menor que lo proyectado internamente (0,1% mensual; 2,2% anual), con una velocidad de expansión que se mantuvo en cifras del orden de 2% anualizado. Al mismo tiempo, la tasa de variación anual de los indicadores alternativos, medias podadas e IPCX2, mostró un descenso más marcado que en el mes anterior, lo que podría ser signo de un panorama de menores presiones inflacionarias futuras. La disminución simultánea en el precio de algunos productos del rubro farmacéutico podría ser reflejo de una compresión persistente de márgenes por presiones de competencia en el sector. Sin embargo, la evidencia disponible no es aún concluyente al respecto.

La inflación del IPCX, en tanto, fue similar a lo proyectado internamente por un mayor incremento en el precio de las carnes que, dadas las noticias recientes en

cuanto a las importaciones desde Argentina, debería revertirse en los próximos meses. Así, la inflación IPC estuvo en línea con lo proyectado internamente y también dentro del rango de las estimaciones de mercado (0% mensual; 2,8% anual). Ello da cuenta de que el efecto de la caída del precio del petróleo y sus derivados sobre la inflación del mes fueron correctamente considerados, quedando por incorporar efectos relevantes en el cuarto trimestre y los posibles cambios sobre tarifas del transporte. La inflación anual del IPC tuvo una caída importante dada la alta base de comparación de septiembre del 2005.

Las expectativas de inflación a plazos más cortos (1 a 2 años) tuvieron descensos significativos en el mes, aunque al mismo tiempo las a plazos mayores se mantuvieron sin grandes variaciones. La compensación inflacionaria a 2 años cayó desde 2,5 a 2,2%, comparando los valores vigentes al cierre de la reunión de septiembre y los niveles actuales. Asimismo, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) mostró una inflación anual para fines del 2006 que cayó de 3,5% en septiembre a 3,1% en octubre, y a un año plazo pasó de 3 a 2,7% en igual lapso. Esta caída de las expectativas de inflación es un fenómeno coincidente con la baja del precio del petróleo. Por el contrario, las medidas de expectativas de inflación a plazos mayores no han presentado cambios. En particular, la compensación inflacionaria a 5 y 10 años se mantuvo en 2,7 y 2,8%, respectivamente. A su vez, la EEE muestra que la inflación esperada a dos años y a diciembre del 2007 se mantiene en 3%.

Respecto de la tasa de política monetaria (TPM), las expectativas que se deducen de la curva forward son algo menores que las consideradas hace un mes, derivándose una TPM de 5,3% a diciembre de este año y una de 5,6% a diciembre del 2007 (5,4 y 5,9%, respectivamente, el mes pasado). Por su lado, la EEE apunta a que la TPM se mantendría por lo que resta del año y aumentaría en 25 pb. en el 2007, la que sería la última alza esperada al menos a dos años plazo (tercer trimestre del 2008). Esto contrasta con la EEE de septiembre, en que a fines de este año se anticipaba al menos un nuevo incremento de 25 pb en la TPM y para mediados del 2008 se esperaban otros 50 pb. de aumento. Por último, respecto del PIB la EEE de octubre corrige a la baja la proyección del crecimiento de este año desde 5 a 4,7%. La proyección de crecimiento del PIB para el 2007 aumenta desde 5,2% el mes pasado a 5,3% en octubre.

## 1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se destacó como un hecho relevante del último tiempo la caída del precio del petróleo. Se mencionó además que parecía tener un carácter duradero por cuanto las acciones de la OPEP y los conflictos geopolíticos más recientes no habían provocado un nuevo aumento de los precios. Se indicó que era posible que la caída del precio del petróleo respondiera a un menor dinamismo de la economía mundial, toda vez que su incremento se había relacionado en parte a ese fenómeno. Se agregó que, en todo

caso, los mercados internacionales no estaban anticipando una profundización del menor dinamismo de la economía mundial, lo que se apreciaba, por ejemplo, en el desempeño de las bolsas mundiales.

Se destacó también que el menor precio del petróleo tendría efectos positivos sobre la economía nacional. Esto, tanto por el menor costo de la energía para el proceso productivo como por el efecto positivo en el ingreso privado disponible. Se señaló que, en todo caso, el tamaño de los efectos era difícil de dimensionar. Se agregó que la evaluación positiva de los menores precios también era dependiente de cuál fuera el origen de la caída. De ser producto de una debilidad de la economía mundial mayor que la prevista, la evaluación de cuán favorable era podría cambiar.

Se mencionó que las exportaciones industriales de sectores no ligados a productos básicos (celulosa, harina de pescado, entre otros) habrían crecido a tasas del orden de 10% en el primer semestre del 2006, lo que no coincide con la evolución que ha mostrado la producción industrial de los sectores orientados a las exportaciones en el mismo período. Se señaló que ello puede responder a varios factores. Primero, existe un manejo de los inventarios que no es posible de precisar, lo que puede explicar aumentos de exportación que no tengan como contraparte producción. Segundo, las estadísticas de exportaciones corresponden a la totalidad del sector, mientras las de producción son solo una muestra representativa. Se agregó que, en todo caso, esto daba muestras de que el sector exportador no ligado a los productos básicos estaba mostrando un dinamismo importante.

Se señaló que en los últimos trimestres se había observado una creciente filtración de la demanda interna desde bienes de origen nacional a bienes de origen importado. Se sugirió analizar el aumento experimentado por las importaciones de consumo, que ha sido superior al incremento del consumo agregado. Se agregó que ello podría responder tanto a la mayor importancia relativa que estaban teniendo las importaciones desde países como China y otros países de la región. Se indicó que detrás de ello podría estar la existencia de precios relativos muy favorables hacia los bienes importados o la existencia de costos de producción más bajos por condiciones propias de los otros países. Se mencionó que esto podría ser parte de un cambio estructural en el perfil de la demanda agregada, afectando a algunos sectores industriales en particular.

## 2. Opciones

Con los antecedentes disponibles, el Consejo consideró que era difícil justificar una opción distinta que la de mantener la TPM en esa reunión.

El escenario central contemplado hasta ahora, considera que la TPM se mantendría en su nivel actual por un tiempo prolongado, para luego aumentar gradualmente. También considera una reaceleración de la actividad y un aumento moderado y pasajero de la inflación subyacente IPCX1, compensado por una disminución gradual (y acotada) del precio internacional de los combustibles. Por ahora parecía prematuro modificar este escenario central. Los factores que sustentaban la perspectiva de una reaceleración del crecimiento seguían presentes: la política fiscal proveerá un mayor empuje el próximo año, persistían las buenas condiciones externas y las condiciones financieras internas eran favorables. Asimismo, se han identificado situaciones puntuales que explican parte del menor crecimiento actual, y existen holguras en la economía que deberían ser utilizadas. En lo más reciente, se sumaba a lo anterior el efecto que tendrá sobre el ingreso disponible real la fuerte reducción del precio de los combustibles, que además debería impactar a la baja las tarifas del transporte público.

Sin embargo, las noticias del mes apuntaban claramente a que habían más riesgos de que la inflación sea menor que la proyectada en el escenario central en el horizonte de política. Es posible que la reaceleración tome algo más de tiempo o no sea de la intensidad considerada en el escenario base, con lo que las holguras podrían tardar algo más en agotarse. Asimismo, las sorpresas a la baja en el IPCX1, la disminución de las medidas de tendencia inflacionaria y las acotadas presiones de costos, daban cuenta de que las presiones inflacionarias eran algo menores que lo contemplado en el escenario central, siendo aún imposible distinguir si ellas obedecen exclusivamente a holguras más persistentes. A esto se suma la caída que ha tenido el precio del petróleo que, de no revertirse, acotaría aún más la inflación. Todo esto apunta a que el período de mantención podría durar más que lo proyectado en el IPoM de septiembre. Ello permitía descartar la opción de aumentar la TPM en esa reunión.

### 3. Decisión de política monetaria

---

En el ámbito externo, algunos Consejeros señalaron que el crecimiento se desacelera algo más de lo anticipado en los Estados Unidos, en tanto se mantiene dinámico en otras regiones. Las expectativas inflacionarias se han moderado en los países desarrollados, mientras las condiciones financieras externas se mantienen favorables. Un Consejero señaló que a lo anterior se suma el estímulo de un menor precio del petróleo, en caso de que éste se mantenga. En este contexto, otro Consejero señaló que uno de los principales riesgos es que la desaceleración del crecimiento en los Estados Unidos sea más pronunciada.

Varios Consejeros señalaron que la caída en el precio del petróleo, mayor a la esperada, era una de las principales noticias recientes. Ello contribuiría a reducir

las presiones inflacionarias, y podría tener un efecto positivo en el crecimiento. Un Consejero señaló que, en todo caso, el panorama de mediano plazo no ha cambiado de manera sustancial, mientras otro indicó que persiste bastante incertidumbre sobre la trayectoria futura del precio del crudo.

Varios Consejeros señalaron que las condiciones financieras domésticas siguen siendo favorables. En este contexto algunos destacaron la reducción en las tasas de interés nominales a plazos más largos. Al respecto, un Consejero señaló que las tasas de interés reajustables se han mantenido en su nivel previo siendo difícil analizar cuánto ha variado el impulso expansivo en las condiciones monetarias.

Varios Consejeros indicaron que las cifras recientes muestran un crecimiento de la actividad débil, y que habían sido menor que lo anticipado. Asimismo, coincidieron en que se mantienen vigentes las condiciones para una recuperación del dinamismo en los próximos trimestres, tal como se contemplaba en el escenario central del último Informe de Política Monetaria. También señalaron que a este proceso contribuirán la política fiscal y un menor precio de los combustibles.

Algunos Consejeros destacaron que las expectativas de inflación de corto plazo han disminuido. No obstante, a plazos más largos coinciden en que las expectativas de inflación no han cambiado de forma significativa. También coincidieron en que existe el riesgo que los bajos registros de inflación resulten más duraderos, tanto por un cierre de holguras de capacidad más lento como por precios de combustibles menores que los proyectados.

Un Consejero señaló que se debería concentrar la atención en el hecho que las expectativas de inflación se ubican por debajo del centro del rango meta a lo largo del horizonte habitual de política.

Todos los Consejeros coincidieron en que, dados los antecedentes presentados, la opción más adecuada era mantener la tasa de política. En este contexto, varios señalaron que la tasa de política podría mantenerse inalterada por un tiempo mayor que el anticipado, lo que debería reflejarse en el comunicado.

### 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%.