

Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 2006

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 96 celebrada el 10 de agosto 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.

Asisten también: Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; 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 Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo; Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes; Economista Senior, don Rodrigo Caputo Galarce; Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; y Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

En el mundo, Estados Unidos de América sigue dando muestras de desaceleración, mientras otras zonas económicas mantienen o incluso aumentan su dinamismo y se mantienen las condiciones financieras externas favorables. Internamente, aunque el Imacec de junio se ubicó algo por debajo de lo esperado la reunión anterior, una vez eliminada la estacionalidad y el efecto calendario la economía muestra una leve aceleración en los últimos meses. Con todo, la información reciente sigue apuntando a un escenario de empuje de la actividad menor al considerado en el IPoM de mayo, con bastante heterogeneidad entre sectores y componentes de la demanda interna. El panorama para la inflación subyacente sigue enmarcado en el escenario delineado en mayo, a la vez que la persistencia del precio del petróleo en niveles por sobre lo previsto reafirma que la inflación del IPC estaría en el corto plazo por sobre lo presupuestado en mayo.

El escenario externo relevante para Chile se mantiene favorable a pesar de que continúa la preocupación por los riesgos inflacionarios, y las cifras de actividad y empleo de Estados Unidos de América confirman que su crecimiento está disminuyendo. Las tasas de interés de largo plazo han caído del orden de 15 puntos base en Estados Unidos de América y Europa desde el cierre de la reunión de julio, a la vez que la mayor parte de las monedas se ha apreciado levemente respecto del dólar estadounidense. Todo esto en un contexto en que se han acrecentado las expectativas de que el proceso de aumentos de tasas de interés en Estados Unidos de América estaría llegando a su fin. En la Zona Euro y Japón se mantienen expectativas de aumento en las tasas de política, las que llegarían a 3,5% y 0,5% a fin de año, respectivamente. En los mercados emergentes, las paridades se han vuelto a apreciar respecto del dólar, las bolsas han retomado una trayectoria alcista y los premios soberanos se han reducido. El premio soberano chileno EMBI, en cambio, no ha disminuido.

El precio del cobre, tras haberse ubicado en US\$3,3 la última semana de julio, se ubica hoy en niveles del orden de US\$3,5 la libra, algo por debajo del valor vigente al momento de la reunión de julio. Se debe notar que las proyecciones de distintos analistas han aumentado en lo más reciente. En particular, Cochilco aumentó su proyección de precio para el 2006 hasta US\$3 la libra como promedio (US\$2,60 – US\$2,64 la libra en su proyección previa). Además, no se descarta que el precio podría aumentar en el corto plazo debido a las negociaciones laborales que se llevan a cabo y las que se avecinan en diversas empresas mineras. El precio del petróleo WTI aumentó hasta US\$77 el barril en los últimos días, tras mantenerse en torno a US\$75 durante la mayor parte del último mes. A la alta prima por riesgo geopolítico, se sumaron problemas en el abastecimiento de crudo.

El tipo de cambio no ha mostrado grandes movimientos, oscilando entre \$539 y \$546 por dólar en el último mes y promediando en lo más reciente una cifra algo por sobre la vigente al cierre de la reunión de julio. Las medidas multilaterales, TCM, TCM-5 y TCM-X tuvieron variaciones de 0,9%, 1,0% y 0,8% en igual lapso, respectivamente. El TCR finalizó julio con un nivel promedio de 93,7, igual al valor del mes anterior.

Al igual que el mes pasado, la expansividad de las condiciones financieras internas no continuó reduciéndose. Las tasas de interés de los documentos en pesos del Banco Central cayeron desde la última reunión (entre 15 y 17 puntos base los BCP), lo mismo que las de los BCU (entre 12 y 13 puntos base), ambas en línea con sus similares externas. La tasa de crecimiento anual del dinero M1 disminuyó levemente, manteniéndose por sobre los niveles de los primeros meses del año. El incremento anual de los agregados crediticios sigue estable en niveles altos, al igual que en los últimos dieciocho meses. La tasa de interés cobrada en las colocaciones

de consumo cayó en julio (30 puntos base, hasta 27,4% anual), mientras la cobrada en operaciones con empresas no varió (10,4% anual). La bolsa local, en línea con otras economías emergentes, aumentó su valor (3,3% medida en pesos desde el cierre de la reunión de julio).

Las cifras de junio indicaron, por segundo mes consecutivo, que la actividad continúa aumentando lentamente su tasa de crecimiento una vez eliminados efectos estacionales y calendario. La tasa de crecimiento anual del Imacec llegó a 4,5% en junio, cifra por debajo de lo esperado hace un mes por el mercado (5% a 5,5%). Al mismo tiempo, se siguió apreciando una heterogeneidad en la evolución sectorial, con un mayor dinamismo del comercio y uno menor de la industria. Con esto, en el segundo trimestre la actividad habría aumentado a una tasa cercana a 4,5% anual (5,1% el primer trimestre). Los antecedentes disponibles apuntan a que el ritmo de crecimiento contemplado para el segundo semestre sería algo inferior al previsto.

Durante el último mes se conjugaron diversas noticias de distinto signo sobre la inversión. En julio las importaciones de bienes de capital totalizaron US\$607 millones CIF (US\$641 y US\$577 millones en mayo y junio, respectivamente), y su tasa de variación anual fue negativa: -2,7% (16,6% y -1,3% en mayo y junio, respectivamente), principalmente por el efecto de la alta base de comparación del 2005. Las ventas del sector inmobiliario mostraron una fuerte caída anual en junio: -16% (1,4% y -10,2% en abril y mayo), tendencia que fue corroborada por fuentes alternativas, apreciándose un aumento en el número de meses necesarios para agotar el stock disponible (esto pese a que se aprecian divergencias de la evolución del stock en las distintas fuentes de información). Los indicadores de actividad del sector construcción para junio muestran tasas de variación anual crecientes, aunque en julio, considerada la escasa información disponible, el panorama es menos optimista. Finalmente, la información del catastro de obras de ingeniería de julio indicó una corrección al alza en el valor de los proyectos para el período 2006-2009. Para el año en curso, la corrección fue relativamente acotada, con tasas de variación anual similares a las informadas en abril, pero con perfiles de cumplimiento algo distintos. Para el 2007, 2008 y 2009, en cambio, se verificó una corrección importante en el valor de los proyectos. Más allá de que en la medida que se acerca el período calendario se incorpora mayor información, la revisión del 2007 a esta fecha fue del orden de 30% en el valor de los proyectos, cifra mayor a la observada el año anterior para la inversión proyectada a un año plazo (10%).

La evolución de los indicadores parciales del resto de la demanda interna—consumo y existencias— sigue en línea con el escenario base del IPoM de mayo y lo apreciado en los meses recientes. Los indicadores parciales de consumo de junio, con su volatilidad habitual, apuntan a tasas de crecimiento anual similares a las del primer trimestre. El comportamiento de los indicadores de consumo reafirma la resistencia

que este componente de la demanda interna ha mostrado a los altos precios del petróleo y sus derivados. Con ello, se sigue configurando un escenario en que la demanda interna continúa creciendo a tasas similares a las previstas, pero con un mayor protagonismo del consumo y uno menor de la inversión.

En julio las expectativas de consumidores y productores no repitieron la importante caída de junio, tendiendo a mantenerse en los niveles relativamente bajos alcanzados dicho mes. El IPEC subió 0,3 puntos respecto de junio, siguiendo en la zona pesimista (48,5). El IMCE aumentó 0,5 puntos, llegando a 52,3, aún en la zona optimista. La revisión de las preguntas que conforman el IPEC apunta a que las expectativas respecto del consumo, en particular el durable, siguen en la zona optimista y con un crecimiento bastante mayor al del agregado en julio.

En julio las exportaciones industriales sorprendieron al alza, en parte importante por los mayores precios de algunos envíos, en particular la celulosa y la harina de pescado. Desde la perspectiva de los volúmenes, estos siguen creciendo a tasas anuales moderadas y similares a las de meses previos. Los envíos mineros se han recuperado por mayores exportaciones de cobre y mejores precios. En cuanto a las importaciones, las de consumo siguen relativamente dinámicas. Así, en julio las exportaciones registraron US\$5.558 millones FOB (69% anual), mientras las importaciones llegaron a US\$2.913 millones FOB (9% anual).

En el mercado laboral, las cifras publicadas por el INE del trimestre móvil abril-junio siguen sin ser comparables con las del año anterior debido a las innovaciones realizadas en la encuesta de empleo.

En relación con los costos laborales, en junio la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales nuevamente no tuvo mayores variaciones, alcanzando un aumento de 5,5% en el costo de la mano de obra (igual al mes anterior). Por su lado, la tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios (CLU), calculados a partir de los datos publicados, cayó marginalmente respecto del mes anterior: 7,9% y 7,2% para los CLU totales y CLUX, respectivamente (8,0% y 7,3% el mes anterior, respectivamente). Sigue siendo difícil precisar cuánto de la mayor variación anual de los CLU podría responder a presiones genuinas de costos o más bien reflejar la volatilidad propia de la productividad medida y de los cambios a las mediciones del empleo y los salarios.

En julio, la inflación IPC estuvo en línea con lo proyectado internamente, pero en el límite superior de las proyecciones de mercado (0,5% mensual; 3,8% anual), aunque las medidas subyacentes estuvieron algo por encima. La inflación de IPCX aumentó 0,5% en el mes (3,2% anual), afectada por el incremento en la tarifa del transporte público. La inflación del IPCX1 aumentó 0,3% en el mes, con una tasa de

variación anual que se mantiene por debajo de 3% (2,6% en julio; 2,7% en junio). Al mismo tiempo, la velocidad de expansión del IPCX1 se mantuvo en cifras del orden de 2% anualizado, y la tasa de variación anual de los indicadores alternativos, medias podadas e IPCX2, siguieron oscilando en torno a los valores de los últimos meses, sin una trayectoria clara de aumento o disminución. Por otro lado, las tasas de crecimiento anual de los precios al productor y mayoristas han tenido aumentos sustanciales en los últimos meses (24% y 10% el IPP e IPM en julio; 11% y 3% en diciembre, respectivamente). Sin embargo, considerados los precios mayormente vinculados al IPCX1 se aprecia un panorama bastante distinto. En el caso del IPP, los precios con contraparte en el IPCX1 crecen 3,4% anual en julio (2,9% en diciembre; 4,2% en marzo), mientras los precios de durables del IPM caen 4% anual en julio (-3% en diciembre; -4,5% en marzo).

La generalidad de las medidas de expectativas de inflación de mediano plazo siguieron bien ancladas en torno a 3%, aunque han mostrado comportamientos algo diferentes según su medición. La compensación inflacionaria a 2, 5 y 10 años, continuó en valores marginalmente por encima de 3%. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de agosto mostró un incremento de la inflación esperada a diciembre de este año, que ahora se ubica en 3,8% (3,4% el mes pasado). A doce meses, en tanto, la inflación esperada pasó de 3% el mes pasado a 3,2% este mes. A dos años plazo se mantuvo en 3%. Respecto de la tasa de política monetaria (TPM), las expectativas que se deducen de la curva forward son algo menores respecto de las consideradas hace un mes, derivándose una TPM de 5,5% a diciembre de este año y una de 6,3% a diciembre del 2007 (5,7% y 6,4%, respectivamente, el mes pasado). La EEE, en tanto, anticipa que la TPM se mantendría en esta reunión, y llegaría a 5,5% y 6% a diciembre del 2006 y 2007, respectivamente, ambos valores idénticos a lo esperado el mes anterior. Las expectativas de crecimiento de la actividad para este año cayeron marginalmente (5,3%, comparado con 5,4% el mes anterior), mientras que para el próximo aumentaron marginalmente (5,3%, comparado con 5,2% el mes anterior).

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió acerca de la trayectoria que ha tenido el premio soberano chileno en lo más reciente, en particular el hecho de que aumentó al mismo tiempo que el de otras economías emergentes disminuyó. Se mencionó que parte del aumento puede relacionarse con la evolución del premio asociado a empresas públicas incluidas en el EMBI chileno, que anteriormente ya se había identificado como una fuente de cambio importante. Se agregó que la diferencia en el comportamiento del EMBI chileno y el de otras economías emergentes podría estar determinado por la búsqueda de activos de mayor retorno por parte de los inversionistas, la poca profundidad del mercado en que se transan estos bonos y la evolución de las tasas de interés en Estados Unidos de América.

Se destacó la creciente heterogeneidad que está mostrando el crecimiento mundial, con un menor dinamismo en Estados Unidos de América y uno mayor en otras zonas económicas. Se indicó que este escenario está dentro de lo previsto, dado el alto dinamismo que había mostrado la economía estadounidense en los últimos años, por lo que no constituye necesariamente una sorpresa. Se agregó, no obstante, que existe incertidumbre, destacada entre otros por el FMI, respecto de cuán capaz será la demanda interna de Japón, Europa y China, entre otros, de reemplazar la menor demanda que se espera provenga de Estados Unidos de América. Se agregó que, en ese sentido, puede configurarse un escenario de riesgo en que el impacto del menor dinamismo de la economía estadounidense, como líder del ciclo mundial, sea mayor que lo previsto sobre el resto de las economías.

Se señaló el riesgo asociado al fuerte aumento del precio del petróleo. Se indicó que, aunque hasta ahora el escenario central sigue considerando una reversión de este precio el próximo año, existe el riesgo de que ello no suceda y que la inflación en las economías desarrolladas sea más difícil de controlar que lo esperado, configurando un escenario en que dichas economías requerirán aumentos de tasas de interés más fuertes, profundizando la desaceleración del crecimiento, en especial en Estados Unidos.

Se discutió acerca de la expansividad de las condiciones financieras y su evolución más reciente. Se mencionó que la caída de las tasas de interés de largo plazo de las últimas semanas y su efecto sobre la expansividad de las condiciones financieras podía relacionarse con varios eventos. Por un lado, podría estar afectada por las expectativas de mercado respecto de las decisiones de política monetaria del Banco Central y lo que se desprendía a futuro de la discusión informada al mercado en las últimas semanas. Se agregó en ese sentido, que las noticias de actividad que se habían conocido en el curso del mes también podrían haber tenido un impacto. Por otro lado, se indicó que la evolución de dichas tasas estaría ligada en parte importante a lo que había sucedido con sus símiles en el exterior. Se mencionó que, en todo caso, es materia de análisis el nivel de expansividad de las condiciones financieras, no descartándose que estas pudieran ser menos expansivas de lo que se creía. Se agregó, por último, que la evaluación de cuán expansivas son las condiciones financieras va más allá de los movimientos en las tasas de interés de largo plazo, abarcando, entre otros factores, las tasas de interés de otro tipo de operaciones de mercado y el crecimiento de los agregados monetarios y crediticios.

Se discutió acerca de las causas detrás del mayor crecimiento anual de las colocaciones comerciales. Se indicó que ello podría responder a desfases en el financiamiento de proyectos, los que estarían siendo financiados con colocaciones a la espera de utilizar otros instrumentos, como bonos y acciones. Se señaló que los importantes flujos de liquidez que se están observando en los resultados de las empresas al segundo

trimestre también podrían ser un elemento a considerar. Se mencionó también el efecto que el menor dinamismo de las ventas inmobiliarias podría estar teniendo, toda vez que ante las menores ventas las empresas del sector podrían estar cubriendo sus necesidades de financiamiento con créditos comerciales.

2. Opciones

El Consejo consideró que con los antecedentes disponibles, era difícil justificar una opción distinta de la mantención de la TPM en esa reunión.

En principio, se podría argumentar a favor de un alza de 25 puntos base considerando los siguientes elementos. Primero, el crecimiento mundial y las condiciones financieras externas se mantenían favorables y apoyarían un crecimiento mayor, a lo que se agregaba la mayor expansión fiscal esperada para el próximo año. Segundo, las condiciones financieras internas eran aún expansivas, lo que se reflejaba tanto en el nivel de las tasas de interés como en el crecimiento de distintos agregados monetarios y de crédito. Tercero, el ya elevado precio del petróleo continuaba aumentando, lo que, junto a la posibilidad de que no disminuyera, combinado con la leve depreciación del peso, generaba un riesgo de desanclaje de expectativas y efectos de segunda vuelta en la inflación.

Lo anterior, sin embargo, se contraponía con otras novedades que se estimaban de mayor importancia y con elementos de implementación de la estrategia de normalización pausada de la política monetaria. En particular, dado un PIB de tendencia, el crecimiento de la actividad en la primera mitad del año y la expectativa para el segundo semestre, entregaban un cuadro de holguras del que se derivaban presiones inflacionarias menores que las consideradas en el escenario base. La desaceleración que continuaba mostrando la demanda interna, liderada por la inversión, también apoyaba esta evaluación, a la que se sumaba el cuadro de presiones de costos laborales contenidas. Además, la política fiscal más expansiva el próximo año, reflejada en una tasa de crecimiento de un dígito para el gasto, sería marginalmente inferior a la considerada dentro del escenario central. El empuje del crecimiento global, por su parte, podría verse influido por la desaceleración de Estados Unidos de América en mayor grado que lo considerado en el escenario base.

Respecto de las condiciones financieras, se señalaba que, si bien las de tasas de interés de mediano y largo plazo habían disminuido en el último mes, y los agregados y el crédito aún crecían a tasas mayores que las que se esperan a largo plazo, persistía cierta incertidumbre respecto de cuán expansiva era en realidad la política monetaria y cómo se absorbían en la economía las alzas de los últimos trimestres. Como se

había analizado en la reunión anterior, este tipo de interrogante era más difícil en la medida en que el estímulo de la política monetaria era menor.

Con relación al alza adicional del petróleo, y especialmente al riesgo de que no disminuyera como se contemplaba en el escenario central del último IPoM, se recordó que el alza de la última reunión respondió en parte justamente a este fenómeno y que, dado el menor empuje de la economía, no era evidente cuál sería la dosis requerida para hacer frente a este factor. Adicionalmente, el comportamiento de las expectativas de inflación y otros costos delimitaba el riesgo de efectos de segunda vuelta pronunciados.

Se consideró como antecedente adicional que dos alzas consecutivas serían bastante contradictorias con la idea de alzas pausadas, especialmente luego de que en la anterior se comunicara que las alzas en el futuro serían probablemente menos frecuentes que en el pasado. De hecho, reflejo de esta situación era que la expectativa de mercado –prácticamente unánime– para esa reunión, era de una pausa.

3. Decisión de política monetaria

Algunos Consejeros coincidieron en que el escenario internacional continúa siendo favorable en cuanto a actividad y condiciones financieras. Sin embargo, varios de ellos también destacaron como noticia relevante para esta reunión la desaceleración más pronunciada de lo anticipado en el crecimiento de Estados Unidos de América y el repunte en su inflación.

Algunos Consejeros destacaron que continúa presente la preocupación por la inflación en algunas economías avanzadas, lo cual ha reforzado las expectativas de alzas en las tasas de interés internacionales. Un Consejero señaló también que la debilidad de la actividad en Estados Unidos de América ha llevado a una corrección marginal a la baja en las expectativas respecto de la evolución de las tasas de interés para este país.

Varios Consejeros coincidieron en que la evolución reciente del precio del petróleo, unida a las expectativas de su evolución futura, hace pensar que este precio permanecerá en un nivel alto durante un tiempo más prologando que el previsto. Por su parte, algunos Consejeros destacaron que el precio del cobre sigue elevándose por sobre lo anticipado.

En el ámbito interno, algunos Consejeros señalaron que las condiciones financieras siguen siendo favorables. Uno de ellos destacó, además, que los agregados monetarios y crediticios crecen a tasas altas pero relativamente estables.

Respecto de la actividad, todos los Consejeros coincidieron en que el desempeño reciente ha sido algo más débil que el proyectado en el escenario base del IPOM de mayo. Algunos sostuvieron que esto implicará un cierre de holguras algo más pausado y que este menor dinamismo de la actividad probablemente resulte en presiones inflacionarias más atenuadas en lo que resta del año. Asimismo, varios Consejeros señalaron que el costo de la mano de obra crece a un ritmo contenido, similar al de los meses anteriores.

Varios Consejeros destacaron que, pese al alza de los precios de los combustibles y la depreciación que ha experimentado el tipo de cambio, las diferentes medidas de tendencia inflacionaria muestran que, hasta el momento, las presiones inflacionarias están controladas. Además, destacaron que las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas en torno al 3%. Ello junto a la evolución de los costos laborales unitarios, lo que limita los riesgos de efectos de segunda vuelta del shock petrolero.

Los Consejeros coincidieron en que, dados los antecedentes, no se ameritaba cambiar la estrategia de reducir pausadamente el impulso monetario, y que en el escenario actual resultaba difícil justificar una acción distinta a la de mantener la tasa de política en un nivel de 5,25%

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%.