

Reunión de Política Monetaria

JULIO 2006

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 95 celebrada el 13 de julio 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 señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también: Gerente General Interino, don Leonardo Hernández Tagle; Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; 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 de Estabilidad Financiera, don Pablo García Silva; Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Álvarez Vallejos; Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes; Jefe Departamento Modelos y Proyecciones, don Claudio Soto Gamboa; 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

Los mercados financieros internacionales han retornado a la tranquilidad, tras la alta volatilidad que se observaba al momento de la reunión anterior. En este contexto, las condiciones financieras externas relevantes no siguieron deteriorándose y la depreciación del peso se revirtió parcialmente. Internamente, los indicadores más recientes de actividad apoyan la evaluación de que el bajo registro de abril obedeció principalmente a factores transitorios. No obstante, los antecedentes disponibles apuntan a que el aumento en el ritmo de crecimiento contemplado para el segundo semestre podría ser algo inferior al previsto. El panorama para la inflación subyacente sigue enmarcado en el escenario delineado en mayo, aunque el aumento en el precio

del petróleo en los mercados internacionales configura un escenario de mayor inflación IPC en el corto plazo.

Con vaivenes, las tasas de interés en las economías desarrolladas han vuelto a aumentar: Por su parte, las bolsas y monedas de economías emergentes se han recuperado y los premios soberanos han descendido, aunque en todos los casos se sitúan en niveles más deteriorados que los que se verificaban a comienzos de mayo, cuando se inició el período de mayor volatilidad. La calma en los mercados financieros internacionales coincidió con la decisión de la Fed de aumentar su tasa en 25 puntos base, al mismo tiempo que publicó un comunicado considerado tranquilizador por parte de los analistas de mercado. En relación con la actividad mundial, los indicadores de actividad en EE.UU. confirman la desaceleración en el crecimiento, particularmente del consumo privado, frente a un mercado laboral más débil y menor dinamismo del sector inmobiliario. En la Zona Euro se observa una dinámica positiva, con cifras de demanda interna que han ido afirmándose, apoyadas por indicadores de confianza y menor desempleo. La economía japonesa mantiene un desempeño favorable, en línea con lo esperado. China, por su parte, muestra un dinamismo algo mayor al que se preveía.

Respecto de los precios de los productos básicos, durante el último mes el precio del cobre, tras llegar a un mínimo cercano a los US\$ 3 la libra, se ha recuperado hasta valores del orden de US\$ 3,6 la libra en los días previos al cierre de este informe. Por su lado, las tensiones geopolíticas de las últimas semanas han hecho aumentar el precio del petróleo hasta valores del orden de US\$ 75 el barril WTI.

Los mercados financieros nacionales se han movido en las últimas semanas coincidentemente con los movimientos externos, con una apreciación del peso y una recuperación de los indicadores bursátiles. El tipo de cambio nominal pasó desde valores del orden de \$ 544 por dólar al cierre de la reunión de junio hasta valores cercanos a \$ 550 a fines de ese mes, no obstante en lo más reciente se ubica en niveles cercanos a \$ 540 por dólar. Las medidas multilaterales, TCM, TCM-5 y TCM-X tuvieron variaciones de 0,1%, -0,5 y 0,4% en igual lapso, respectivamente. El TCR finalizó junio con un nivel promedio de 93,4, 2,8% por sobre el valor del mes anterior.

La expansividad de las condiciones financieras internas no siguió disminuyendo en el último mes. Las tasas de interés de los documentos en pesos del Banco Central de Chile aumentaron desde la última reunión (entre 8 y 18 puntos base los BCP), mientras las de los BCU cayeron algo más de 10 puntos base. La tasa de crecimiento anual del dinero M1 aumentó tras varios meses de estabilidad, lo mismo que su velocidad de expansión, a la vez que el incremento anual de los agregados crediticios sigue en niveles altos y estables. Las tasas de interés cobradas en las colocaciones de consumo y comerciales disminuyeron, marginalmente la primera (10 puntos base) y con algo de mayor fuerza

la segunda (70 puntos base). La bolsa local, en línea con las internacionales, se ha recuperado casi 6% desde su mínimo nivel, registrado a mediados de junio.

En el sector real, las cifras de mayo apoyaron la hipótesis planteada el mes anterior de que el débil dato de abril había sido mayormente transitorio. La industria y el comercio, los sectores de peor desempeño en abril, tuvieron repuntes importantes en su tasa de crecimiento anual en mayo, llevando al Imacec a un crecimiento anual de 6,1% en dicho mes, con un día hábil más que en igual período de 2005. A diferencia de lo observado en abril, el crecimiento de la actividad en mayo sorprendió positivamente, toda vez que la mayor parte del mercado esperaba un incremento entre 5 y 5,5%.

En cuanto a la inversión, en junio el nivel de las importaciones de bienes de capital se mantuvo en torno a los valores de los meses previos (US\$ 577 millones CIF), su tasa de variación anual, no obstante, fue negativa (-1,3%; 16,6% en mayo), principalmente por el efecto de la alta base de comparación del mismo mes de 2005. Sobresalió el bajo desempeño de las ventas del sector inmobiliario en mayo (-10,2% anual; 1,4% en abril y 13,7% en el primer trimestre). Con todo, el panorama global de la inversión en el año se avizora con una desaceleración algo más pronunciada que la prevista en los últimos meses.

En cuanto a la evolución de resto de la demanda interna –consumo y existencias–, la información reciente sigue en línea con el escenario base considerado en el IPoM de mayo y la evolución de los meses recientes. Los indicadores parciales de consumo de mayo, con su volatilidad habitual, apuntan a tasas de crecimiento anual similares a las del primer trimestre. Ello afirma 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.

Por otro lado, destacó en el último mes la importante caída de las expectativas tanto de consumidores como de productores. El IPEC cayó 6,6 puntos respecto de mayo, ubicándose en la zona pesimista (48,2). El IMCE descendió 4,9 puntos, hasta el menor nivel registrado (51,8), aunque aún en la zona optimista. Otros indicadores de este tipo mostraron un panorama similar.

Durante junio las exportaciones agrícolas e industriales se mostraron dinámicas, consolidando la recuperación del desempeño relativamente bajo que mostraron en abril. Por su parte, los envíos mineros se vieron perjudicados por menores exportaciones de cobre. En cuanto a las importaciones, las de consumo se mostraron en el último trimestre relativamente dinámicas debido a mayores internaciones de combustible. Así, las exportaciones alcanzaron durante junio un valor de US\$ 4.858 millones FOB (40% anual), mientras las importaciones llegaron a US\$ 2.960 millones FOB (22,8% anual). El segundo trimestre del año cerró con exportaciones por US\$

14.430 millones FOB, lo que corresponde a una variación anual de 43% (33,9% el primer trimestre del año). Asimismo, las importaciones del segundo cuarto del año sumaron US\$ 8.600 millones FOB, lo cual corresponde a un crecimiento anual cercano a 17% (21,4% el primer trimestre).

En el mercado laboral, las cifras del INE del trimestre móvil marzo-mayo siguen indicando tendencias difíciles de analizar con exactitud, dadas las innovaciones que se están realizando en la muestra incluida en la encuesta de empleo y que distancian cada vez más las actuales cifras de los comparativos disponibles. De manera muy preliminar, parece que el crecimiento del empleo asalariado está menos influido por el cambio de muestra.

En relación con los costos laborales, en mayo la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales no tuvo mayores variaciones respecto de abril, alcanzando un aumento de 5,5% en el costo de la mano de obra (-0,1 punto porcentual respecto del mes anterior). Por su lado, los costos laborales unitarios (CLU), calculados a partir de los datos publicados, volvieron a mostrar un incremento de su tasa de crecimiento anual, la que llegó a 8,3 y 7,6% para los CLU totales y CLUX, respectivamente. Sigue siendo difícil precisar cuánto de la mayor variación anual de los CLU podría responder a presiones genuinas de costos o más bien refleja la volatilidad propia de la productividad medida y los cambios a las mediciones del empleo y los salarios.

En junio la inflación IPC estuvo en línea con lo proyectado en la RPM anterior (0,6% mensual; 3,9% anual), aunque las medidas subyacentes estuvieron algo bajo las proyecciones previas. Las estimaciones de mercado, en tanto, estuvieron por debajo de la variación efectiva del IPC. Los distintos indicadores subyacentes mantuvieron las tendencias de los últimos meses. Por un lado, la velocidad de expansión del IPCX1 descendió por tercer mes consecutivo ubicándose algo por debajo de 2% anualizado y, por otro, 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. En el corto plazo, el aumento en el precio del petróleo y sus derivados tendrá un efecto al alza en la inflación, a través de los canales habituales de precio de los combustibles y tarifas. En todo caso, la entrada en operación del nuevo Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles podría resultar en precios algo distintos de los contemplados en las proyecciones de corto plazo.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió acerca del comportamiento de algunas variables financieras durante el período de volatilidad reciente. En particular de la disímil evolución del premio soberano y el valor de los activos en bolsa, respecto del tipo de cambio. Los dos

primeros con un movimiento pequeño en comparación a otras economías emergentes, y el segundo con una depreciación importante respecto del mismo grupo. Se indicó que, por un lado, el tipo de cambio chileno había sido probablemente uno de los más apreciados antes del período de volatilidad, por lo que su mayor depreciación relativa no era extraña. Por otro lado, se mencionó que ello podía obedecer más a las decisiones de portafolio de los inversionistas, que a la de los fundamentales de la economía chilena. En especial, se señaló que el período de volatilidad se caracterizó por un cambio en el portafolio de los inversionistas desde economías emergentes hacia activos de menor riesgo relativo, afectando de modo importante la evolución de las monedas. Se agregó que dado el esquema de libre flotación del peso chileno, a diferencia de otras economías emergentes no hubo intervención o anuncio de ella.

Se analizó qué se entendía por condiciones financieras expansivas, recordándose que, desde el punto de vista estricto, en el marco de metas de inflación las condiciones de tasas de interés serían más importantes los agregados monetarios y crediticios. También se señaló que la evidencia disponible muestra que el dinero M1 no es muy informativo respecto de presiones inflacionarias en el horizonte de política, aunque el M7 sí tiene mayor poder explicativo. Finalmente se precisó que cuando se habla de condiciones financieras, se alude a una evaluación conjunta de lo que sucede con el crédito, los agregados monetarios, tasas de interés de corto, mediano y largo plazo, y colocaciones de mercado de otro tipo, como bonos. Se discutió acerca del efecto que está teniendo sobre la información del mercado laboral el cambio muestral que se ha llevado a cabo en la encuesta de empleo del INE. Se indicó que el actual panorama, de fuerte crecimiento del empleo y aumento del desempleo y la participación laboral, sería bastante distinto de considerar un empalme preliminar de las series de fuerza de trabajo, empleo y desempleo. En particular, se estima que la tasa de crecimiento anual del empleo habría caído desde fines de 2005 a la fecha y la tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, no mostraría grandes cambios desde mediados de 2005.

Se reafirmó que el crecimiento anual de los costos laborales unitarios (CLU) ha estado afectado de modo importante por los cambios metodológicos introducidos en la encuesta de empleo del INE. De considerar el empalme preliminar del empleo mencionado con anterioridad, el panorama de crecimiento anual de los CLU y su velocidad de expansión es significativamente más benigno de lo que puede deducirse al utilizar la información publicada.

Se discutió acerca de los efectos que tendrá el alto precio actual del cobre sobre la fijación presupuestaria del Gobierno para el 2007. Se señaló que el gasto fiscal para el próximo año se enmarcaría dentro del cumplimiento de la regla de superávit fiscal estructural, y que el impulso asociado a este no comprometería la estabilidad de precios.

2. Opciones

Con los antecedentes disponibles, el Consejo consideró que las opciones que parecían más plausibles para esta reunión eran mantener la TPM o aumentarla en 25 puntos base.

Respecto de la opción de aumentar la TPM, además de validar la estrategia de normalización pausada, ella se podría justificar por algunas de las novedades del mes. En primer lugar, el mayor precio del petróleo llevaba a proyectar un escenario de inflación IPC para los próximos meses más alto que el contemplado en el escenario base del IPoM y de las expectativas que manejaba, en ese entonces, el mercado. Si bien este era un shock de precios de efecto contractivo (y por una sola vez), era necesario cautelar sus posibles efectos de segunda vuelta, con el riesgo de que estos fueran más significativos dado que las holguras no eran amplias. A este shock de precios se sumaban los efectos de la depreciación del peso. El TCR (spot) se ubicaba en niveles comparables a los observados en la reunión anterior y por encima del escenario base del IPoM.

En segundo lugar, la expansividad de las condiciones financieras internas no había continuado disminuyendo. Incluso, dependiendo de cómo se ponderen distintos factores, se podría argumentar que había aumentado. Ello se notaba en las tasas de interés reajustables de largo plazo, en el M1 y en algunos componentes del crédito.

Por otro lado, también hay novedades que podrían justificar haber mantenido la TPM en esa oportunidad. Cada una tomada por separado no era especialmente informativa, pero en conjunto podrían haber validado la hipótesis de que las holguras eran algo mayores y/o su copamiento podría haber progresado algo más lento durante el 2006 que lo contemplado en el escenario central. Ello habría sido coherente con presiones inflacionarias relativamente acotadas. Entre esos antecedentes cabía mencionar: (i) las perspectivas de un crecimiento de la actividad en el tercer trimestre menor al previsto anteriormente; (ii) la considerable disminución de las distintas medidas de expectativas de consumidores y empresas en junio; (iii) la menor demanda por inversión observada en el segundo trimestre; (iv) el bajo impulso que mostraba hasta ese momento el IPCX1; y (v) el cuadro de holguras, dinamismo del empleo y costos laborales unitarios que se desprendía de los ejercicios de empalme de las cifras del mercado laboral.

Una consideración adicional que eventualmente podía apoyar la opción de otra pausa era la incertidumbre respecto de cuán expansiva era en realidad la política monetaria y cómo se absorbían en la economía las alzas de los últimos trimestres. Interrogante que es más difícil en la medida en que el estímulo de la política monetaria es menor.

Considerando el adecuado comportamiento de las expectativas de inflación y de los salarios, se estimaba que existía algún espacio para esperar a que se acumulara más información que permitiera continuar precisando este diagnóstico.

Por último, se señaló que la expectativa mayoritaria para esa reunión era de un aumento de la TPM, por lo que un alza debería ser absorbida sin mayores sobresaltos. Una mantención, en cambio, dado que la inflación reciente había sido leída por los mercados como sorpresivamente alta, habría sido más difícil de explicar y habría tenido mayores efectos en los precios financieros.

3. Decisión de política monetaria

Varios Consejeros señalaron que el escenario internacional presenta menos incertidumbre que hace un mes, que los mercados financieros se han estabilizado y que las perspectivas de crecimiento de la economía mundial han ganado certidumbre. Algunos Consejeros destacaron, además, que la reciente alza del precio del petróleo comienza a ser interpretada como un fenómeno más duradero.

Varios Consejeros señalaron que los antecedentes de la evolución de la economía interna muestran un ritmo de expansión que parece ubicarse algo por debajo de lo anticipado en el escenario base. Se destacó, en particular, que la inversión se ha desacelerado más rápido de lo esperado. Por otra parte, se señaló que los índices de expectativas para las empresas y los consumidores muestran caídas importantes en lo más reciente que no resultan fáciles de explicar.

Un Consejero señaló que la evolución del empleo debe ser evaluada con cautela, considerando los recientes cambios metodológicos en las encuestas. Algunos señalaron que, la información disponible sugiere una desaceleración en el ritmo de generación de empleo en el último tiempo. Asimismo, varios Consejeros destacaron que el costo de la mano de obra crece a un ritmo contenido, y que su evolución reciente no despierta mayor preocupación.

Algunos Consejeros coincidieron en que las perspectivas para la inflación subyacente siguen contenidas, no obstante se esperan variaciones del IPC para los próximos meses más altas que las anticipadas, debido principalmente al alza de los precios de los combustibles. Se destacó que las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas en torno al 3%.

Algunos Consejeros señalaron que la expansividad de las condiciones financieras, que había mostrado una tendencia decreciente en la reunión de la política monetaria

anterior, tendió a estabilizarse. Sin embargo, un Consejero no descartó la posibilidad de que la tasa neutral de política monetaria esté por debajo de la que está considerada en el escenario central de proyecciones del último IPoM. Por lo mismo, el grado actual de expansividad de la política monetaria podría ser algo menor que el contemplado en las decisiones del Consejo hasta ahora.

Varios Consejeros coincidieron en que los antecedentes presentados en esta reunión hacían que las dos opciones plausibles podrían justificarse por la información económica disponible. El balance a favor de una u otra parecía muy ajustado.

Por una parte, varios Consejeros señalaron que las noticias de actividad y costos indicaban que había algo más de holguras, lo que permitiría hacer una pausa más en el proceso de alza de tasas. Asimismo, señalaron que el nivel ya alcanzado por la tasa de interés llevaba a pensar que se está llegando a una etapa en la cual los ajustes podrían distanciarse significativamente más en el tiempo. De manera que la opción de mantener la TPM en esta reunión era concordante con la estrategia de normalización del impulso monetario.

Por otra parte, varios Consejeros coincidieron en que hay elementos que permiten anticipar que la inflación medida en doce meses en los próximos meses va a ser algo mayor a lo previsto anteriormente y estará algo por arriba de lo que espera el mercado actualmente. En este contexto, consideraron que un aumento de la TPM en esta reunión reduciría la probabilidad de un eventual desanclaje de expectativas y de que se produzcan efectos de segunda vuelta por el alza del precio del petróleo.

Asimismo, varios Consejeros destacaron que el mercado esperaba mayoritariamente un alza de la tasa de interés en esta oportunidad. Por lo mismo, la decisión de mantener la tasa de interés al mismo nivel, por tercer mes consecutivo, no sería fácil de asimilar y generaría algún grado de incertidumbre sobre las razones que llevaron a esta decisión.

4. Acuerdo

El Presidente señor Corbo, el Vicepresidente señor De Gregorio, y los Consejeros señores Desormeaux, Marfán y Marshall acordaron por unanimidad aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, ubicándola en 5,25%.