

Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2006

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 94 celebrada el 15 de junio de 2006

Asisten el Presidente don Vittorio Corbo Lioi, el Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, Manuel Marfán Lewis y 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 Nacrur 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; 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

La información coyuntural ha sorprendido en el último mes, aunque es aún insuficiente para modificar la evaluación del panorama macroeconómico general considerado en el IPoM de mayo. Las condiciones financieras que enfrentan las economías emergentes se han tornado menos ventajosas, con un incremento en las expectativas de alzas de tasas de interés en las economías desarrolladas que ha aumentado la volatilidad de los mercados financieros internacionales. En este contexto, han aumentado los premios soberanos, a la vez que han caído las bolsas, las monedas de economías emergentes y el precio de los metales, entre ellos el del

cobre. Internamente los indicadores del sector real tuvieron desempeños más bajos de los previstos en abril. Sin embargo, la evidencia disponible no permite concluir si detrás de ello hay factores persistentes o simplemente un efecto calendario mayor al supuesto. Aparte de la marcada depreciación del peso no hay grandes novedades en el mercado financiero interno. La inflación IPC e IPCX1, a pesar de los vaivenes de corto plazo, siguen enmarcadas en el escenario delineado en mayo.

En el ámbito externo la principal noticia de las últimas semanas es el incremento en las expectativas de tasas de interés en las economías desarrolladas producto de la creciente preocupación por la inflación, especialmente en Estados Unidos de América. Ello ha llevado a un incremento de la volatilidad de los mercados financieros internacionales, con tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas que, con vaivenes, están en niveles menores a los vigentes hace un mes atrás, y premios soberanos de economías emergentes que han comenzado a aumentar y se ubican en niveles similares a los de comienzos de año, probablemente reflejando la mayor demanda por activos libres de riesgo. Respecto de tasas de política, ahora se espera, por casi la totalidad de los agentes, que la FED aumente en 25 puntos base su tasa este mes. En la Zona Euro, el BCE subió su tasa en 25 puntos base en su reunión de junio, llevándola a 2,75%, en línea con lo esperado. Frente a los recientes indicadores de actividad, el mercado espera al menos dos nuevos incrementos antes de fin de año. En Japón se daría inicio durante el segundo semestre al proceso de alzas de tasas de interés, esperando el mercado dos incrementos de 25 puntos base hacia fin de año. Vistas en una perspectiva histórica, las condiciones financieras externas siguen siendo positivas. En cuanto a la actividad mundial, en Estados Unidos de América los indicadores del último mes han sido más débiles, en línea con la desaceleración esperada de la actividad. En la Zona Euro, en cambio, el crecimiento se fortalece, dando cuenta de un mayor protagonismo del consumo, que había estado rezagado.

En cuanto al precio de los productos básicos, si bien el del cobre está en valores bastante por debajo de los vigentes al momento de la última reunión (US\$ 4 la libra el 12 de mayo) se mantiene en niveles altos. Ello habría respondido a la corrección de los niveles excepcionalmente altos de hace un mes y a las perspectivas de una normalización más acelerada de la política monetaria en economías desarrolladas, que ha incidido en las posiciones de fondos de inversión. El precio del petróleo, en tanto, se mantiene en torno a US\$ 70 por barril WTI, sin mayores novedades respecto de lo observado hace un mes.

En los mercados financieros nacionales la mayor novedad de las últimas semanas ha sido la depreciación del peso, probablemente vinculada al deterioro de los mercados financieros externos, la caída en el precio del cobre y la debilidad de los indicadores de actividad interna. El tipo de cambio nominal pasó desde niveles del orden

de \$514 por dólar en los tres días hábiles previos a la reunión de mayo, a valores promedio en torno a \$ 543 por dólar en los tres días hábiles previos a esta reunión, equivalente a una depreciación nominal de 5,6%. Medido en términos multilaterales la depreciación del peso también ha sido importante: 3,7%, 4,9% y 2,5% respecto del TCM, TCM-5 y TCM-X, respectivamente, en igual lapso.

La expansividad de las condiciones financieras internas ha seguido atenuándose levemente en el último mes. Las tasas de interés de algunos de los documentos del Banco Central aumentan desde la última reunión (16 puntos base la del BCU-5). Las tasas de crecimiento anual de los agregados monetarios y crediticios han seguido en niveles altos y estables, con velocidades de expansión que muestran una pequeña disminución. La tasa de interés cobrada en las colocaciones de consumo aumentó en torno a medio punto porcentual, mientras la de las colocaciones a empresas se mantuvo, al igual que las hipotecarias. Desde la reunión de mayo hasta la fecha, el IPSA registra un importante descenso: 11% medido en pesos y 17% en dólares, con lo que en el año acumula un alza de 3% medido en pesos y un descenso de 4% en dólares. La tendencia decreciente de los índices desde la segunda semana de mayo se debió a ajustes en precios de productos básicos y expectativas de alzas de tasas más aceleradas en los mercados internacionales. Las bolsas internacionales también dan cuenta de estos efectos negativos, especialmente las latinoamericanas, que medidas a través del Morgan Stanley Capital International Index (MSCI Index) América Latina cayeron 26% en igual período, mientras el MSCI Mundial lo hizo en 11%.

Las principales novedades del mes se concentran en el sector real, en especial por la noticia de actividad de abril. En dicho mes el Imacec creció sólo 2,8%. Eliminado el efecto calendario estimado el Imacec creció 1,3% respecto del mes anterior y 4,3% en doce meses. Tal como se anticipó el mes anterior, gran parte del menor crecimiento anual de la actividad, comparado con los meses previos, se originó en la existencia de una alta base de comparación y de dos días hábiles menos que en abril de 2005. La debilidad del Imacec de abril fue especialmente visible en los sectores que se presumen mayormente afectados por el efecto calendario, como la industria y el comercio, que tuvieron desempeños más pobres que lo proyectado. La información disponible de mayo, en particular las exportaciones, importaciones y generación de energía, permite mantener la hipótesis de que el menor crecimiento de abril no sería reflejo de una desaceleración de la actividad relacionada a un agotamiento temprano de las holguras o la presencia de factores más persistentes, como una debilidad de la demanda. Con ello, persiste el escenario base considerado en mayo, en que la desaceleración de la actividad en el primer trimestre fue un hecho puntual que se revierte en el trimestre en curso, aunque ahora algo más lentamente dado el efecto de las datos de abril. Con todo, debe destacarse que la incertidumbre inherente a la evolución de la actividad en el corto plazo es ahora considerablemente mayor que hace un mes.

En cuanto a la evolución del consumo privado, la información reciente sigue en línea con el escenario base considerado en el IPoM de mayo. Por una parte, el cierre de las cuentas nacionales del primer trimestre indicó un crecimiento anual del consumo privado de 7,3% anual (8,1% el tercer y cuarto trimestres de 2005). Los indicadores parciales de abril en este ítem muestran tasas de crecimiento anual similares a las del primer trimestre, aunque con un consumo habitual que aumenta a tasas crecientes y uno durable que lo hace a tasas decrecientes. Por otra parte, las expectativas de los consumidores medidas por el IPEC tuvieron un nuevo retroceso en mayo (-0,8 y -4,5 puntos porcentuales respecto de abril y marzo, respectivamente), aunque siguen en niveles sobre su pivote neutral. Por el lado de la inversión, tras las bajas cifras de abril, mayo destacó por una compensación parcial en el valor de las importaciones de bienes de capital (US\$ 641 millones CIF; 17% anual; -15% anual en abril). En cuanto al gasto fiscal, de acuerdo a la información que ha hecho pública el Ministerio de Hacienda, las medidas anunciadas por la autoridad el 21 de mayo implicarán un mayor desembolso por US\$ 130 millones (0,5% de mayor gasto) financiado por los intereses generados por los recursos ahorrados del precio del cobre.

Durante mayo las exportaciones industriales se recuperaron del desempeño relativamente bajo que mostraron en abril. Por otra parte, los envíos mineros se han visto perjudicados por menores exportaciones de molibdeno. Las importaciones de consumo se mostraron en los últimos dos meses relativamente dinámicas, mientras las compras al exterior de bienes de capital tuvieron una recuperación.

En el mercado laboral las cifras del trimestre móvil febrero-abril siguieron enmarcadas dentro de la tendencia más reciente, esto es un aumento sostenido del empleo, en especial el asalariado, y un incremento de la participación laboral y el desempleo. Al igual que los últimos meses, es difícil determinar las implicancias precisas de las noticias del mercado laboral, dadas las innovaciones que el INE está realizando en la muestra incluida en la encuesta de empleo. Otras fuentes de información siguen en línea con la evaluación de un dinamismo sostenido del empleo. La tasa de desempleo nacional subió a 8,3%, nivel levemente superior al registrado en igual lapso de 2005. Ajustada por estacionalidad, se mantuvo en 8,4%.

Respecto de los costos laborales, en abril la tasa de crecimiento anual de los salarios rompió la tendencia descendente que mostró durante el primer trimestre del año, alcanzando un aumento de 5,6% en el costo de la mano de obra (+0,1 punto porcentual respecto del mes anterior). Al igual que en meses anteriores, no se estima que el crecimiento de los salarios se aleje de lo que se podría esperar dada su relación con la inflación pasada. Por su lado, los costos laborales unitarios (CLU) volvieron a mostrar un incremento de su tasa de crecimiento anual. 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 mayo la inflación IPC estuvo en línea con lo esperado (0,2% mensual; 3,7% anual), aunque a nivel de las medidas subyacentes estuvieron algo por debajo de lo previsto. Más allá de lo anterior, en mayo destacó la desaceleración de la mayor parte de los indicadores subyacentes. Por un lado, la velocidad de expansión del IPCX1 se ubicó en valores del orden de 2% anual y, por otro, casi la totalidad de los indicadores alternativos, medias podadas e IPCX2, vieron caer sus tasas de variación anual. En el corto plazo, la depreciación del peso tendrá un efecto al alza en la inflación, a través de los canales habituales de precio de los combustibles y tarifas. En el mediano plazo, sin embargo, el efecto de esta noticia, en conjunto con la debilidad de la actividad en abril y el deterioro de las condiciones financieras externas, no es del todo claro. Por ahora, sólo se percibe un incremento de los riesgos de que la inflación efectiva se aleje del escenario más probable considerado en mayo.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió acerca de la evolución reciente de los mercados financieros internacionales. Se mencionó que es difícil explicar los últimos movimientos, caídas en las bolsas y monedas entre otras, sobre la base de las noticias concretas del último mes. Se indicó que ello puede evaluarse como el acomodo normal de una situación cíclica que se evaluaba no podía continuar indefinidamente, por lo que desde esa perspectiva no parecía adecuado sobre enfatizar los movimientos más coyunturales de los mercados financieros externos. Se señaló también como una posible explicación que se estén produciendo ajustes en el portafolio de los inversionistas en los mercados externos, trasladándose estos hacia activos de menor riesgo relativo. Ello es coherente con un panorama en el que se esperan aumentos de las tasas de interés en las economías desarrolladas. Se destacó también que los mayores movimientos de precios se habían dado en aquellos que activos o monedas que habían aumentado proporcionalmente más. En el caso chileno, por ejemplo, con una depreciación importante de la moneda comparada con la de otras economías, pero un menor descenso relativo de la bolsa.

En cuanto a la caída del precio del cobre, se indicó que, más allá de la velocidad con que se había dado, se enmarcaba dentro del escenario base considerado en el IPoM, en especial porque se consideraba que los niveles alcanzados no se condecían con sus fundamentos. Así, se estimó que la caída forma parte de una corrección que era necesaria. En todo caso, se señaló que visto en perspectiva histórica el precio del cobre sigue estando en niveles elevados.

Respecto de la evolución de las expectativas acerca de la política monetaria en las economías desarrolladas, en especial en Estados Unidos de América, se indicó que el mercado se ha movido inesperadamente y bastante fuerte. Aunque hasta ahora se observa sólo un cambio marginal, en cuanto a si la Reserva Federal aumentará

ahora o más tarde su tasa, se aprecia una reacción mucho más fuerte del mercado, en especial por el aumento de la compensación inflacionaria. Ello puede estar relacionado, según se mencionó, a la falta de una meta de inflación en esta economía que sirva como ancla, lo que aumenta la volatilidad de la compensación inflacionaria y, por lo tanto, incrementa la reacción en este tipo de episodios. Se agregó que algunos agentes del mercado están comenzando a señalar la posibilidad de que se requieran mayores ajustes de la tasa de política monetaria en los Estados Unidos de América, y que se aprecia una menor disponibilidad de liquidez global, reflejada, por ejemplo, en que el Banco de Japón había retirado una suma importante de dinero desde el mercado.

Se hizo hincapié en la importancia del efecto calendario para la baja cifra de crecimiento de la actividad de abril. Se mencionó que aunque se conocía de antemano que habría un menor crecimiento por este factor, el impacto estimado fue mayor al supuesto. Se indicó que, en todo caso, desde el punto de vista de la velocidad de expansión de la actividad, el menor dinamismo de la actividad se verificó en el primer trimestre del año, y que el segundo cuarto ya muestra una recuperación. Además, se agregó que en el escenario actual la sorpresa negativa no se supone persistente, sino más bien puntual.

2. Opciones

El Consejo consideró que las opciones más plausibles para esta reunión eran mantener la TPM o aumentarla en 25 puntos base, aunque los argumentos parecían favorecer con mayor fuerza la mantención.

Si bien el escenario central delineado podría sufrir cambios de persistir las novedades que se habían acumulado, parecía apresurado realizar modificaciones mayores que llevasen a un cambio en la estrategia de normalización gradual de la política monetaria. Por un lado, con noticias de sólo un mes no era posible extrapolar una tendencia clara, especialmente respecto de la actividad e inflación. Más aún, los factores que empujan la demanda interna, como condiciones externas favorables, creación de empleo y condiciones financieras internas expansivas, entre otras, estaban aún presentes. Por otro lado, las novedades significaban presiones en sentidos opuestos sobre la inflación, por lo que no era evidente su efecto conjunto. Así, parecía necesario tener más antecedentes para poder dilucidar las posibles implicancias de las novedades analizadas.

El argumento para aumentar la TPM en esta reunión era el efecto inflacionario del incremento del tipo de cambio. Ello, por sí mismo, podría justificar un alza en esa

oportunidad, e incluso una trayectoria de la tasa de política algo más empujada que la implícita en el escenario central. Sin embargo, había dos factores que se contraponen a lo anterior y que parecían explicar al menos parte de la depreciación cambiaria: las cifras de actividad interna y los posibles efectos adicionales de los shocks externos.

Respecto de lo primero, si bien por ahora se evaluaba que el débil desempeño de la actividad en abril habría obedecido a un shock transitorio —la información de demanda interna, su velocidad e indicadores de mayo así lo avalaban—, existía el riesgo de que este resultado estuviese reflejando una trayectoria menos dinámica para la actividad y un copamiento de holguras algo más lento. Ello atenuaría el efecto inflacionario de la depreciación, e incluso podría revertirla en el mediano plazo.

Respecto de lo segundo, era probable que la depreciación cambiaria obedeciera no sólo a la menor actividad de abril y eventuales diferenciales de tasas de interés entre Chile y Estados Unidos de América, sino que además al menor apetito de los inversionistas internacionales por activos más riesgosos y el ajuste de precios que esto produce. Si bien ésta era una situación aún en desarrollo (y en cierta medida esperable y sana), cuya magnitud y características finales todavía no se podían precisar, aparece el riesgo de que este shock externo, de intensificarse, podría tener un efecto contractivo relevante. Esto podría darse, por ejemplo, moderando el crecimiento de socios comerciales, provocando la postergación de decisiones de inversión interna, a través del efecto que el mayor tipo de cambio tiene sobre precios claves, como los combustibles, o por la corrección del precio de algunas materias primas. En ese contexto, el shock podría terminar siendo incluso deflacionario a plazos más largos, aún considerando la depreciación.

Así, la alternativa de aumentar la TPM en esa oportunidad tenía el riesgo de ser un alza apresurada, que no considera otros efectos colaterales de los shocks que se enfrentan.

Por el contrario, la opción de mantener la TPM se justificaba porque, simultáneamente, dejaba abierta la posibilidad de implementar una política más expansiva —que puede terminar siendo necesaria si los shocks contractivos acaban primando— y permite hacer ajustes más adelante, una vez que se acumule más información. Tal como en meses pasados existían argumentos a favor de apurar las alzas para mitigar el riesgo de ajustes más rápidos en el futuro, esta vez parecía haber la situación contraria.

Además, si bien la alternativa de mantener la TPM tenía riesgos, en especial si genera una reacción importante al alza en el tipo de cambio, estos parecían ser acotados, considerando que las expectativas de inflación se mantenían bien ancladas, que no había evidencia concluyente de que en el mercado laboral se estuvieran configurando

presiones de costos, y que la expansividad de las condiciones financieras se seguía atenuando lentamente.

Por último, cabía señalar que mantener (al igual que aumentar) era una decisión coherente con la estrategia de normalización pausada. En consecuencia, no debería tener mayor efecto en la estructura de precios financieros. El hecho de que la expectativa mayoritaria para esta reunión fuera de mantención también apoya esta evaluación.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros destacaron que en el último mes se han acumulado importantes novedades, tanto en el escenario externo como en el interno. Algunos Consejeros indicaron que el escenario externo aparece marcado por una creciente preocupación por la inflación y por expectativas de ajuste al alza en las tasas de interés en los principales bloques económicos. También apuntaron que la mayor volatilidad de las condiciones financieras externas parece ser más bien una reacción frente a desalineamientos previos. Varios Consejeros señalaron que, en todo caso, el ajuste de las condiciones financieras se enmarca dentro del escenario base delineado en el IPoM de mayo. Algunos destacaron que los fundamentales siguen siendo favorables, tanto en los países industriales como en los países emergentes, y el escenario externo actual sigue siendo ampliamente favorable para la economía chilena. Algunos Consejeros destacaron la caída en el precio del cobre, que está en línea con el escenario central del IPoM de mayo.

Todos los Consejeros destacaron que en el plano interno una de las principales novedades fue el débil Imacec de abril. Varios de ellos señalaron que el escenario interno aparece ahora más incierto. Uno de ellos señaló que no hay evidencia en contra de la hipótesis de que las brechas continuarán convergiendo a su nivel normal. Algunos de ellos destacaron que es necesario esperar a las cifras de los meses venideros para poder calibrar de mejor forma el verdadero dinamismo que tiene la economía. Un Consejero agregó que no se puede descartar tampoco que la mayor incertidumbre externa termine por afectar las expectativas y el crecimiento.

La totalidad de los Consejeros destacaron a la depreciación del peso como otra noticia relevante de las últimas semanas, a la vez que indicaron que en el corto plazo ello se traducirá en una mayor inflación. Uno de ellos agregó que, en la medida que la depreciación del peso responda a una corrección a fundamentales más coherentes con el largo plazo y al mismo tiempo permanezca el acotado del coeficiente de traspaso del tipo de cambio inflación, es difícil pensar que se generen

presiones inflacionarias que requieran de una respuesta de política monetaria dado el debilitamiento de la moneda. Algunos Consejeros agregaron que en el mediano plazo el signo del efecto no es del todo claro, por cuanto se suma a la incierta persistencia de las novedades del sector externo y real.

Varios Consejeros indicaron que las condiciones económicas siguen siendo favorables, pero se observan algunas novedades que introducen una importante dosis adicional de incertidumbre sobre la trayectoria de la economía, por lo que hacer una pausa en el proceso de normalización de la expansividad de la política monetaria parecería ser lo más atendible. Algunos de ellos agregaron que pausar en esta oportunidad tenía la ventaja de permitir acumular mayor información antes de continuar el proceso de normalización.

Un Consejero señaló que frente a un cuadro de incertidumbre el costo de eventualmente equivocarse manteniendo la tasa de interés de política monetaria es sensiblemente inferior al costo que se incurriría de elevar la tasa en esta oportunidad. Agregó también que un eventual desacople entre la tasa de interés de política monetaria en Chile respecto de la de Estados Unidos de América no debiera generar problemas en la economía interna dado los excepcionales términos de intercambio que se enfrentan, especialmente por los efectos sobre el tipo de cambio que eventualmente pudiera tener.

Por su parte, un Consejero puntualizó que la decisión de mantener no implica un cambio en la estrategia general de gradual normalización de la política monetaria, que mantiene su plena validez y vigencia. Reconoció sí, que se ha entrado en una etapa donde los ajustes de tasa pueden perfectamente distanciarse más en el tiempo.

En el mismo sentido, otro Consejero agregó que se debe evaluar el ritmo al que se ha venido retirando el impulso monetario, así como el momento en que se considere que se ha llegado a una situación relativamente neutral. En ese contexto, señaló, es probable que las pausas sean más frecuentes que lo acostumbrado. Indicó también que se hace relevante preguntarse cuál es una política monetaria neutral, toda vez que si bien la tasa neutral de largo plazo está muy por encima de la actual, las condiciones de corto plazo sugerirían que la tasa coherente con un impulso monetario neutral es algo menor a la del largo plazo. Para esto, añadió, son particularmente relevantes los otros impulsos de demanda a que está sometida la economía, usar la política fiscal y el impacto de aumento de los términos de intercambio, ambos factores que apuntarían a un impulso de demanda muy contenido. Finalizó, indicando que si bien nada justifica modificar la estrategia de retiro pausado del impulso monetario, es prudente evaluar las dosis de este proceso, algo que habrá que ir viendo en las reuniones siguientes.

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%.