

Reunión de Política Monetaria

ABRIL 2006

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 91 celebrada el 13 de abril 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: el Gerente General Interino, don Leonardo Hernández Tagle; el Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic; el Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga; el Gerente de Investigación Económica, don Klauss Schmidt-Hebbel Dunker; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger; el Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo; la Gerenta de Asuntos Institucionales, doña Claudia Varela Lertora; el Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; la Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo; el Economista Senior Gerencia de Investigación Económica, don Claudio Soto Gamboa; y el Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

Las noticias del último mes indican que la marcha de la economía continúa en línea con el escenario de corto plazo delineado en el IPoM de enero. El entorno externo sigue muy favorable, con un precio del cobre que llegó a valores récord en términos nominales y que eleva los términos de intercambio, a pesar de que el precio del petróleo volvió a aumentar. Por el lado de la actividad, las noticias son

menos favorables que en febrero, influida por el bajo desempeño circunstancial de algunos sectores. Así, la actividad del primer trimestre ahora se habría expandido, en términos anuales, a un ritmo en torno a su tendencia. El crecimiento de la demanda agregada en el primer trimestre se atenuó respecto de lo estimado el mes anterior, con lo que vuelve a mostrar una desaceleración similar a la considerada en el IPoM. El panorama de inflación anual del IPCX1 se ubica dentro de lo esperado, a la vez que la del IPC se prevé algo mayor en el corto plazo debido al aumento del precio del petróleo y sus derivados. En su conjunto, las condiciones financieras siguen siendo expansivas.

En el ámbito externo, se mantienen las condiciones favorables para la economía chilena. Por el lado del crecimiento mundial, no se aprecian novedades en el agregado en el último mes, aunque sí se observa un mayor balance en el crecimiento por zonas económicas. En los mercados financieros internacionales destaca el aumento en la percepción de mayores riesgos inflacionarios, lo que ha llevado a expectativas de un aumento más rápido de las tasas de interés en las economías desarrolladas. A su vez, las tasas de interés de largo plazo de Estados Unidos de América y Europa subieron, en el caso de las primeras, hasta su mayor nivel desde junio del 2002. El precio del cobre alcanzó un nuevo récord nominal, superando los US\$2,7 la libra, al mismo tiempo que las perspectivas de mercado muestran que estos aumentos tendrían un carácter más persistente. El precio del petróleo subió hasta niveles del orden de US\$67-68 el barril en los últimos días, mientras el precio de la gasolina tuvo un aumento proporcionalmente mayor.

Durante el último mes, las condiciones financieras internas volvieron a no mostrar cambios especialmente significativos, manteniendo su expansividad. Las tasas de interés reajustables de largo plazo están en niveles similares a los vigentes para la reunión pasada, y el crecimiento anual de los distintos agregados monetarios y crediticios se mantuvo en niveles elevados, aunque, en el caso de los primeros, con una velocidad bastante menor. El mayor nivel de las tasas de interés de créditos a personas destacado el mes pasado se mantiene al eliminarse los efectos estacionales. El tipo de cambio nominal se ubica actualmente en niveles por debajo de los de hace un mes, lo mismo que el tipo de cambio multilateral. Aunque en el transcurso de marzo la paridad nominal se depreció hasta valores cercanos a \$535 por dólar, los últimos días se situó por debajo de \$520 por dólar.

El crecimiento proyectado para la demanda interna en el primer trimestre se redujo respecto de la proyección de hace un mes. Los mayores cambios se verifican en el consumo —con una reducción del crecimiento previsto, dados indicadores parciales de enero y febrero— y en la inversión, que en marzo recuperó parte de la desaceleración de febrero. Así, a diferencia de lo visto el mes anterior, las

tendencias de los componentes de la demanda interna retornan a un escenario de desaceleración más parecido al delineado en el IPoM de enero. Por el lado del comercio exterior, en marzo el valor de las exportaciones fue alto, por sobre los US\$5 mil millones, atribuible en parte importante al alza del cobre. En las restantes categorías, lo más destacable es la corrección a la baja del crecimiento del volumen de envíos agrícolas. En las importaciones, lo más relevante fue el comportamiento de las compras de bienes de capital que, las que tras un débil desempeño en febrero, volvieron a aumentar. Las expectativas tanto de consumidores como de empresarios se mantienen optimistas.

En cuanto a la actividad, la información acumulada el último mes llevó a una corrección a la baja del crecimiento proyectado para el PIB el primer trimestre. La mayor fuente noticiosa fue la revisión de la actividad del sector agrícola, que explicó más de la mitad del cambio entre la proyección de marzo y la actual. Se anticipa además que afectaría el desempeño del segundo trimestre, aunque con menor intensidad, pero no influiría la actividad el resto del año considerando la alta estacionalidad del sector. El crecimiento del sector industrial de febrero estuvo algo por debajo del esperado, en parte también por el efecto del peor desempeño del sector agrícola. Para el segundo trimestre se proyecta una tasa de crecimiento anual del PIB inferior a la del cuarto previo, afectada en parte importante por la alta base de comparación y el menor número de días hábiles respecto del mismo trimestre del año pasado. De hecho, considerada la velocidad de expansión trimestral de la actividad, ésta se eleva desde el primer al segundo cuarto.

En el mercado laboral, las tendencias generales del empleo siguieron sin mayores cambios, esto es, la vigorosa expansión del empleo asalariado y la recuperación de la ocupación por cuenta propia. Destacó en la última información el incremento de la tasa de participación laboral, que se ubica casi un punto porcentual por sobre su nivel de fines del 2005, con un aumento que es común a hombres y mujeres. La tasa de desempleo llegó a 7,3% (0,3 punto porcentual menos que el mismo trimestre móvil del 2005), a la vez que descontada estacionalidad se ubicó en 8,1% (0,1 punto porcentual más que el mes pasado). Cabe mencionar que la encuesta de empleo INE está siendo sujeta a una actualización de la muestra de modo de incorporar la información del Censo 2002. Con todo, el positivo panorama global del empleo también puede ser apreciado en la información de otras fuentes.

Respecto de los precios, en marzo la inflación del IPCX1 fue algo menor que la esperada, por factores bien identificados que en principio se estiman serán revertidos. Con ello, para mediados de año la inflación anual de esta medida seguiría en línea con el escenario base del IPoM de enero. La velocidad de expansión anualizada del IPCX1, luego de mantenerse desde mediados del 2005 alrededor de 3%, cayó hasta valores del orden de 2,5%. La inflación IPC también estuvo algo

por debajo de la proyección. Tanto en marzo como hacia delante, el precio del petróleo y sus derivados continúan siendo fuente importante de incertidumbre, tanto por el nivel actual que observa y su trayectoria esperada, como por el posible efecto amortiguador que tenga la operación del fondo estabilizador en el precio interno de estos productos. Respecto de los costos laborales, en febrero la tasa de crecimiento anual de las medidas de CMO (costo de la mano de obra) volvió a disminuir. Más allá de que en el escenario base se anticipaba un descenso por el efecto que tendría sobre la base de comparación dejar atrás el impacto de la reducción de la jornada laboral de comienzos del 2005, la magnitud efectiva de la caída es difícil de interpretar debido al cambio de metodología en la medición del índice. El incremento en doce meses de los CLU (costos laborales unitarios) excluyendo el empleo por cuenta propia volvió a aumentar, situándose cercano a 4%, reflejo del bajo crecimiento de la productividad por el sostenido crecimiento del empleo asalariado y, en menor medida, por el desempeño de la actividad económica en febrero. La velocidad de expansión de los CLU así medidos, en tanto, no muestra una aceleración significativa, situándose en valores incluso inferiores a los de fines del 2005.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió acerca de las razones que están detrás del incremento de las expectativas de tasas de interés en los Estados Unidos de América durante las últimas semanas. Se mencionó que aunque el índice de precios subyacente o core de esta economía no muestra aumentos en lo más reciente, existen varios factores que podrían estar causando este cambio de expectativas. Por un lado se mencionó la percepción de un mayor crecimiento, respecto de lo que se preveía hace dos o tres meses, de la economía estadounidense y sus implicancias sobre las brechas y, por ende, la inflación, a lo que podría agregarse que la inflación subyacente se ha mantenido alta. Por otro lado, se indicó que tampoco pueden descartarse como un elemento relevante en este cambio las percepciones del mercado respecto de la forma en que el nuevo presidente de la Reserva Federal conducirá la política monetaria.

Se indicó que detrás de la baja actividad de febrero y el menor crecimiento esperado para el primer trimestre existen factores ligados a sectores específicos, en particular la agricultura. Se mencionó que por ahora no existen antecedentes que hagan pensar que la actividad de este sector pueda estar siendo afectada por elementos ligados a la demanda interna. Por un lado, se verificaron menores rendimientos de las cosechas frutícolas producto de las lluvias de la primavera del año pasado, lo que también se traspasó a algunas ramas industriales y a las exportaciones agrícolas. Por otro lado, la menor competitividad del trigo nacional respecto de las importaciones de derivados del mismo derivó en un descenso importante de las siembras para el

periodo 2005/2006. En todo caso, el efecto definitivo de este último punto en la medición de la actividad dependerá del reemplazo que tenga el uso de la tierra en otro tipo de cultivos, el cual aún no es conocido. Por último, se mencionó que, en todo caso, en el primer trimestre se concentró el mayor impacto de estos elementos, y no se espera sean relevantes en los trimestres venideros.

Se discutió respecto de la evolución de los costos laborales unitarios en lo más reciente. Se señaló que la tasa de crecimiento anual de la medida habitual, que considera el empleo asalariado y excluye los sectores de recursos naturales, había tenido un aumento importante en los últimos datos, aunque su velocidad de expansión es incluso menor a la observada a fines del 2005. Sin embargo, se indicó que existía incertidumbre respecto de cuán genuinos eran estos cambios por una serie de factores difíciles de aislar unos de otros. Por un lado, se estaban produciendo cambios metodológicos en las encuestas de medición de empleo y salarios cuyo efecto es incierto. No obstante, no se aprecian desalineamientos evidentes de los salarios de lo que podría ser su trayectoria dadas las cláusulas habituales de reajuste, y el comportamiento del empleo, en particular el asalariado, también se observa en otras fuentes de información. Por otro lado, es posible que la productividad esté siendo afectada por la evolución de la actividad en sectores específicos, y que no necesariamente refleje, por su efecto en los CLU, presiones de costos genuinas. Por lo demás, medidas de CLU construidas a partir de definiciones alternativas de empleo y actividad muestran un panorama de crecimiento de los costos laborales bastante más acotado.

Se manifestó la incertidumbre respecto de los canales por los que el aumento en el precio del cobre afecta la economía chilena, toda vez que un alto porcentaje de los ingresos son ahorrados por el fisco o remesados al extranjero. En particular, se indicó que el efecto sobre el ingreso privado no es evidente. Adicionalmente se argumentó que en la medida que la regla de política fiscal continúe en aplicación, no se altere significativamente el precio de referencia a largo plazo, y exista un manejo financiero prudente del excedente fiscal, es posible aislar el tipo de cambio de las fluctuaciones del corto plazo del precio del cobre. Con todo, estas condiciones recién enumeradas no son resorte del Banco Central de Chile.

2. Opciones

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

Las novedades no parecían suficientes para hacer cambios fundamentales al panorama macroeconómico central discutido en los meses previos, que justificaban una normalización pausada de la TPM. Si algo, se ratificaba que no sería necesario acelerar el ritmo de normalización de la política monetaria. La mayoría de las medidas de tendencia inflacionaria y las expectativas de inflación se mantenían en torno a 3%, las pequeñas holguras que subsistían, más allá de vaivenes mensuales en las cifras de actividad, parecían estar copándose gradualmente, y la política monetaria era aún expansiva. Para mantener este cuadro de inflación y expectativas bien ancladas, y así favorecer la sostenibilidad de este ciclo expansivo, se consideró necesario continuar retirando el estímulo monetario, lo que, además, era esperado por los mercados.

Con todo, se consignó que, de sostenerse en el tiempo, había novedades que sí podrían modificar el escenario en algunas dimensiones relevantes. A este respecto, se puntualizaron los mayores precios del cobre, los que configuraban un posible escenario de mayores y más persistentes términos de intercambio que los proyectados en meses anteriores, con posibles efectos sobre el gasto del gobierno a partir del 2007 y sobre la trayectoria del tipo de cambio. Por otro lado, la actividad interna mostraba un menor empuje del que se preveía, situación que, en todo caso, no debería sostenerse. Se destacó además el riesgo de que el precio del petróleo no descendiera como se esperaba.

En esta reunión se podía justificar aumentar la TPM simplemente a partir de la validación del escenario central. Un alza era plenamente coherente con ese escenario y esperada por el mercado. Apoyaban esta opción el que las condiciones financieras se mantenían expansivas, en un cuadro en que la tendencia inflacionaria se ubica en el centro del rango meta y las holguras no eran significativas. Aunque el aumento de los CLU se sumaba a estos argumentos, se mencionó que la velocidad de incremento de estos costos entregaba un cuadro más benigno del que se percibía de sus variaciones anuales. A ello se agregaban los temas de interpretación por cambios de metodología y cambio de composición. Se estimó, por lo tanto, que la evolución de los costos laborales no era en sí misma un argumento suficiente para justificar un aumento de la TPM.

Por otro lado, se podía justificar mantener la TPM considerando el menor crecimiento que estaba mostrando la actividad, la reducida inflación IPCX1 y el efecto deflacionario que debía tener el menor tipo de cambio, de mantenerse el mayor valor del peso en el tiempo. Sin embargo, había que considerar que la evidencia apuntaba a que el menor empuje de la actividad no era un fenómeno de demanda, sino que más bien obedecería a shocks de oferta en sectores específicos que ocurrirían por una sola vez, por lo que sus efectos en una menor inflación no serían significativos ni perdurables. Asimismo, se estimaba que la menor inflación IPCX1 debería revertirse.

Además de las consideraciones anteriores, se indicó que la mantención de la TPM sería una sorpresa para el mercado, considerando que las expectativas eran de un alza en su mayoría. Tampoco era una acción de política fácil de explicar. Por el contrario, un aumento de 25 puntos base, al estar internalizada en la estructura de precios financieros, no debía tener mayores efectos y sería comprendida con relativa facilidad.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que la coyuntura actual se enmarca dentro del escenario central contemplado en el último IPoM. Varios Consejeros destacaron que el crecimiento de la economía mundial es vigoroso y más balanceado entre regiones. Algunos Consejeros destacaron que las condiciones financieras para las economías emergentes, no obstante los movimientos observados en las tasas de interés internacional, siguen siendo favorables.

Varios Consejeros destacaron que en el ámbito interno las condiciones financieras siguen siendo expansivas y que la demanda interna sigue el patrón de ajuste o desaceleración previsto a principios de año. El mercado laboral continúa mostrando una positiva evolución.

Todos los Consejeros coincidieron en que las novedades más importantes en esta reunión fueron la significativa alza del precio del cobre, y el alza del precio del petróleo. Un Consejero señaló que el efecto neto de estos aumentos de precios son mejores y más duraderos términos de intercambio de los que se proyectaban hace algunos meses.

Varios Consejeros también señalaron como novedades para esta reunión la apreciación del peso —que desde la última reunión de política monetaria habría alcanzado aproximadamente 2%—, y un crecimiento del PIB para el primer trimestre de este año levemente inferior al previsto anteriormente. De acuerdo con algunos Consejeros, esto último, sería el reflejo de factores puntuales y no representaría un cambio de tendencia en el crecimiento del producto.

Con respecto al precio del petróleo, algunos Consejeros señalaron que probablemente habría movimientos compensatorios en el precio de la gasolina que atenuarían sus efectos sobre la economía interna.

Algunos Consejeros indicaron que los factores de riesgos más importantes hacia delante serían un posible ajuste muy pronunciado en las tasas de interés de los

países industriales y los efectos en la inflación y la actividad mundial del elevado precio del petróleo, que además podría mantenerse en niveles altos por un tiempo prolongado. Un Consejero se mostró particularmente cauto al respecto, por cuanto en el actual escenario de reducidas brechas de capacidad, se incrementa el riesgo de que shocks adicionales en el precio del petróleo puedan terminar afectando la tendencia inflacionaria.

Un Consejero destacó que, coherente con la evolución del mercado laboral, los costos laborales se expanden a tasas más altas que en el pasado, por tanto, deben ser monitoreados con atención. Sin embargo, otro Consejero señaló que el crecimiento de los costos laborales es consistente con la meta de inflación. Más aún, indicó que si se considera la velocidad de crecimiento en el margen y medidas alternativas de los costos laborales, se observan incrementos en rangos más bien moderados. Otro consejero coincidió en que no se observan presiones de costos provenientes del mercado laboral.

Varios Consejeros destacaron que la inflación resultó menor a la esperada, aunque coincidieron en que las proyecciones para los próximos meses no han cambiado significativamente y siguen mostrando una convergencia hacia los valores centrales del rango meta en el mediano plazo, tal como se plantea en el escenario central. Además, las expectativas del mercado apuntan en el mismo sentido.

Todos los Consejeros coincidieron en que con los antecedentes analizados no se ve razón por la cual se deba modificar la estrategia de retiro gradual del impulso monetario para cumplir con el objetivo inflacionario.

Un Consejero señaló que en las actuales circunstancias parece difícil justificar una pausa en esta reunión dadas las mejores condiciones externas y el eventual impacto que pudiesen tener en el gasto público y privado, en un marco de condiciones financieras expansivas y holgadas de capacidad decrecientes. Un alza de 25 puntos base sería más coherente con el escenario central y contribuiría a mantener las expectativas ancladas en torno al centro del rango meta.

Por su parte, otro Consejero señaló que los antecedentes disponibles y las novedades son más bien neutrales en términos de las dos opciones de política en esta reunión y consideraciones de índole más bien tácticas serían más relevantes para decidir un movimiento en la TPM.

Varios Consejeros coincidieron con la apreciación de que el mercado espera mayoritariamente un alza de 25 puntos base, por lo cual una decisión en esta dirección ya estaría internalizada en los precios de los activos financieros.

Otro Consejero recordó que la mantención de la TPM en la reunión pasada dejó implícito que en el escenario más probable este mes se debería subir la tasa de política. Por lo tanto, ésta sería una poderosa razón para subir las tasas, en particular, dado que el escenario central no ha cambiado.

Por último, se señaló que la evolución reciente del tipo de cambio y actividad, así como la incertidumbre respecto a la velocidad de aumento de los costos laborales unitarios, si bien no son suficientes para configurar un cambio de tendencia, hacen que se deba ser particularmente vigilantes de las señales recientes, las que de persistir irán delineando un escenario de menores presiones inflacionarias y por ende mayores pausas en el ritmo de normalización de la política monetaria.

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 hasta 5%.