

Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2005

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 79 celebrada el 9 de junio de 2005.

Asisten el Presidente don Vittorio Corbo Lioi, el Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco, los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Se encuentran presentes los señores Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso; Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga; Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; Secretaria Ejecutiva Gabinete de la Presidencia, señora Cecilia Feliú Carrizo; Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Asisten, especialmente invitados, la Asesora del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer; el señor Enrique Orellana Cifuentes, Jefe Departamento Análisis de Coyuntura de la Gerencia de Análisis Macroeconómico; el señor Claudio Soto Gamboa, Economista Senior de la Gerencia de Investigación Económica.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

La Gerencia de División Estudios presenta a los asistentes a la Reunión de Política Monetaria los principales antecedentes económicos recopilados en el mes.

Síntesis del mes

Aunque el entorno macroeconómico ha evolucionado en lo grueso dentro de lo considerado en el IPoM más reciente, los riesgos internos se han disipado en algo. La actividad ha crecido más rápido y los distintos componentes del gasto interno muestran trayectorias coherentes con lo previsto; la tasa de crecimiento del consumo

está gradualmente aumentando y la de la inversión se normaliza. La inflación del IPCX1 ha continuado sin dar sorpresas de consideración y los costos laborales unitarios todavía muestran tasas de crecimiento interanual negativas. El impulso de las condiciones monetarias en Chile continúa apreciándose en los niveles de tasas de interés y el crecimiento de los distintos agregados crediticios y monetarios.

Las condiciones externas que enfrenta la economía chilena siguen favorables, aunque el crecimiento global se ha resentido levemente por la mayor debilidad observada en Europa y, en menor medida, en Latinoamérica. Las circunstancias de inflación contenida e indicadores algo por debajo de lo esperado en los Estados Unidos de América han hecho disminuir las tasas de interés de largo plazo en dólares, a pesar de lo cual el dólar se ha apreciado en especial frente al euro. Luego de caer en mayo, tanto el precio del cobre como el del petróleo ha vuelto a subir.

La actividad industrial tuvo un mayor dinamismo en abril, compensando cierta debilidad observada en marzo. Destacó el impulso de las ramas exportadoras las que destinan su producción al consumo interno. La construcción y el comercio continúan expandiéndose con fuerza, mientras que la actividad minera cayó producto de factores técnicos que se estiman transitorios. El sector energético tendría en el segundo trimestre un crecimiento mayor que el previsto por la mayor generación hídrica. Todo esto lleva a esperar un crecimiento del PIB del orden de 5,9% para el segundo trimestre, tres décimas por sobre lo estimado en el momento del IPoM de mayo.

Por el lado del gasto, se estima que el consumo se estaría expandiendo en torno a 7% en el curso del segundo trimestre, con un mayor protagonismo del consumo habitual y algo menos por el lado del durable. De manera similar, la formación bruta en maquinaria y equipos continúa su desaceleración gradual y la acumulación de existencias parece estar también atenuándose, además de haber sido aparentemente menor que lo estimado en el primer trimestre de este año. Los antecedentes disponibles muestran un aumento del volumen exportado en torno a 7% durante el primer semestre, e importaciones relativamente constantes, acordes con el comportamiento mencionado del gasto durable y la inversión. La evolución de las cuentas fiscales y del escenario macro en general han motivado una revisión por parte de Hacienda de las proyecciones de superávit para este año, anticipándose que supere el 2% del PIB.

Las tasas de colocación de más corto plazo han mostrado incrementos desde el inicio del proceso de normalización monetaria, incrementos que son superiores al aumento acumulado en la tasa de Política Monetaria (TPM). En todo caso, no se estima que ello sea incoherente con el buen entorno financiero que enfrentan personas y empresas, lo que se continúa apreciando en los elevados saldos líquidos en poder de distintos agentes, en el incremento en el mismo crédito y en las reducidas tasas de interés de más largo plazo.

En el mercado laboral, destaca la sostenida reducción de la tasa de desempleo desestacionalizada, en un contexto en que la ocupación (total y asalariada) continúa aumentando y la participación se mantiene estable. La divergencia sectorial en lo que respecta al crecimiento del empleo sigue persistiendo. El promedio de horas trabajadas se ubica 5% por debajo de un año atrás mientras que el costo de la mano de obra por hora se ha acelerado hasta un crecimiento de 4,6% anual. Sigue pendiente determinar el impacto que eventualmente tenga la reducción de la jornada sobre la productividad por hora. En todo caso, esta última variable ha continuado aumentando a tasas elevadas, por lo que los costos laborales unitarios aún no presentan incrementos interanuales positivos. A pesar de la depreciación nominal del peso, el tipo de cambio real continúa estable en niveles similares a los de un mes atrás.

En conjunto, la inflación ha continuado dentro de lo previsto. En particular, la mayoría de las medidas subyacentes de inflación anual han seguido aumentando de manera gradual, mientras las sorpresas por el alza de la inflación del IPC de mayo se concentraron en las tarifas, que según la nueva información no se revertirían en los meses venideros. Aunque a corto plazo no se espera una aceleración sustancial de los precios, sí se deberían observar hacia fines de este año mayores registros inflacionarios que reflejen la propagación contemplada en el escenario base del IPoM de mayo del shock petrolero de los últimos trimestres. Las expectativas privadas tienden a estar alineadas con un escenario de este tipo.

Con relación al panorama esperado para la TPM, las tendencias recientes en los mercados de renta fija de más corto plazo hacen difícil extraer indicaciones precisas respecto del ritmo de normalización para la política monetaria que esperan estos mercados en el corto plazo. Las encuestas indican un escenario de normalización gradual de la TPM no muy distinto al que se apreciaba hace un mes atrás.

En su conjunto, los riesgos vinculados al escenario internacional siguen presentes, quizá algo más acentuados en el lado del crecimiento global, mientras que aquellos asociados a la economía interna se han atenuado en algo. El relajamiento coyuntural de las restricciones de gas junto con las recientes lluvias ha disminuido de manera importante la posibilidad de una escasez energética más intensa que la contemplada en el escenario base, mientras que los comportamientos divergentes de los componentes del gasto interno han comenzado a normalizarse.

1.1.1 Escenario Internacional

El escenario externo para la economía chilena se mantiene favorable, aunque con alguna desaceleración del crecimiento mundial por perspectivas más débiles para Europa y América Latina. Destaca la apreciación del dólar, particularmente respecto

del euro, debido a la incertidumbre generada tras rechazos a la Constitución Europea en Francia y Holanda, así como perspectivas más débiles para esta región.

La proyección de crecimiento mundial ponderado a paridad de poder de compra para el 2005 ha disminuido ligeramente respecto del IPoM y se mantiene para el 2006. Para el 2005 prima la perspectiva más débil en la zona euro y América Latina, por sobre las revisiones al alza en Estados Unidos de América y Japón. Estas últimas se deben a la incorporación de datos efectivos al primer trimestre mayores que los contemplados. En América Latina, el crecimiento de México y Brasil del primer trimestre fue inferior al esperado, determinando un ajuste a la baja para esta región. Ponderado por los principales socios comerciales, el crecimiento mundial esperado no se modifica respecto del IPoM.

La proyección de crecimiento de Estados Unidos de América aumentó al considerar las cifras revisadas del PIB del primer trimestre: 3,5% trimestre/trimestre anualizado (0,4 punto porcentual por sobre la estimación preliminar). Las cifras más recientes apuntan a producción industrial y encuestas del sector manufacturero algo más débiles, no obstante el consumo sigue dinámico apoyado por la recuperación del mercado laboral.

El panorama en la zona euro continuó decepcionando. Al débil crecimiento del primer trimestre se han sumado indicadores de producción industrial, confianza de consumidores y clima de negocios que han deteriorado las perspectivas para esta región. Así, la proyección de crecimiento de la zona para el 2005 cae 0,3 punto porcentual respecto del IPoM.

En Japón el crecimiento del primer trimestre, 5,3% trimestre/trimestre anualizado, prácticamente duplicó las expectativas. Con ello, y considerando las buenas perspectivas que se tienen para el mercado laboral y los resultados de las empresas, se mejoran las proyecciones para esta economía.

Se observó una disminución en el precio del petróleo durante mayo, asociada a un escenario de menor escasez. Los inventarios de petróleo en Estados Unidos de América alcanzaron su mayor nivel en seis años, y la OPEP redujo marginalmente su estimación de demanda mundial para el 2005. No obstante, en los últimos días el precio aumentó debido a preocupaciones por el abastecimiento de gasolina al inicio de la temporada de mayor demanda en el hemisferio norte. En cuanto a las perspectivas de mediano plazo, las proyecciones de bancos de inversión, así como el precio de los futuros, no muestran cambios significativos desde el IPoM.

El precio del cobre se redujo durante mayo según lo esperado, promediando US\$ 1,47 la libra. En la primera quincena, el precio disminuyó por noticias de mayores holguras en China, a las que se sumó una importante caída en la participación de los inversionistas. Esta reducción se revirtió en las últimas semanas, a pesar de la apreciación registrada por el dólar, ante favorables indicadores de demanda en Estados Unidos de América y China, así como algunas señales de incertidumbre por el lado de la oferta y la continua caída en los inventarios.

En los mercados financieros desarrollados se ha observado una tendencia a la baja en las tasas de interés de largo plazo. El rendimiento del bono a diez años en Estados Unidos de América disminuyó a valores bajo 4% en las últimas semanas, más de treinta puntos base por debajo de su nivel de principios de mayo. Esto se explica, en parte, por indicadores de confianza y actividad del segundo trimestre algo más débiles que lo anticipado, en un contexto de inflación bien contenida. La baja reciente de las clasificaciones de riesgo de empresas del sector automotor en Estados Unidos de América generó un efecto sustitución (flight-to-quality) desde bonos corporativos y acciones hacia bonos del tesoro, presionando a la baja el rendimiento de estos últimos. El rendimiento del bono a 10 años en euros muestra una trayectoria similar, situándose en torno a 3,2%, congruente con la debilidad de la economía europea.

Respecto de las tasas de política, no ha habido cambios en las expectativas que se tenían a principios de mayo. La Reserva Federal ha mantenido el lenguaje de alzas mesuradas, por lo que se estima que esta continuaría con un proceso de aumentos graduales. Los mercados anticipan que la tasa de interés de política monetaria llegaría a 3,75% a fines de 2005. En la zona euro, la debilidad de la actividad económica y una inflación que se sitúa en torno al objetivo indican que el proceso de normalización de tasas de interés se iniciaría recién el 2006, no descartándose una reducción durante el segundo semestre de este año.

En relación con las paridades internacionales, el dólar experimentó una apreciación significativa durante el último mes: en torno a 4,5% en relación con el euro y 1% respecto del yen. En el primer caso, ha sido un factor relevante el resultado negativo del referéndum en Francia para la aprobación de la Constitución Europea, así como la debilidad que exhibe la economía europea. De la misma manera, mejores indicadores del sector externo en Estados Unidos de América han ayudado a fortalecer el dólar en los mercados internacionales. No obstante, los desbalances en Estados Unidos de América mantienen las expectativas de una depreciación del dólar en el mediano plazo.

En los mercados emergentes, las condiciones de financiamiento se mantienen positivas. Si bien a principios de mayo los spreads soberanos aumentaron, más recientemente se han movido a la baja motivados por la preferencia de los inversionistas por activos de alto retorno en economías emergentes y precios de productos básicos que se mantienen altos, favoreciendo a estas economías. En este escenario, se ha observado una activa colocación de bonos, que continúan mejorando el perfil de obligaciones de las economías emergentes.

1.1.2 Mercados Financieros

Tasas de interés de instrumentos del BCCh

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile presentaron evoluciones mixtas desde la reunión de mayo. Para los instrumentos reajustables, Bonos Reajustables del Banco Central, se mantuvieron estables en 2,1% a cinco años y 2,3% a diez años. Asimismo, las tasas de interés de los bonos nominales a dos años, BCP-2, no mostraron cambios manteniéndose en torno a 4,6%. Las tasas de interés de los BCP-5 y 10 disminuyeron entre 15 y 20 puntos base hasta 5,1% y 5,6%, respectivamente, coincidiendo con la caída de las tasas de interés externas nominales.

Las tasas de interés de los PDBC mostraron una caída considerable, desde 3,77% al cierre del IPoM, a valores incluso inferiores al de la TPM: 2,7% a fines de mayo. Esto puede obedecer al cambio en la normativa de Reserva Técnica, que ya no permite el uso de la facilidad permanente de depósito en moneda nacional como instrumento para constituir dicha Reserva.

Desde la reunión de mayo, la compensación inflacionaria de mayor plazo implícita en los documentos nominales ha caído, ubicándose entre 2,7% y 3,3% según el plazo. Las expectativas obtenidas de las encuestas a las mesas de dinero anticipan inflaciones de 2,9% y 3,1% a uno y dos años plazo, respectivamente. La encuesta de expectativas de junio indica que a un año plazo la inflación esperada aumenta a 3% (+0,1pp) y a dos años se mantiene en 3%.

Desde el IPoM de mayo la curva forward cayó, pese a lo que tomada literalmente continúa anticipando un cambio de la TPM significativamente por sobre el que se deduce de las expectativas del mercado. Al igual que al cierre del IPoM, se estima que su trayectoria no necesariamente puede atribuirse a una aceleración de las expectativas de normalización de la política monetaria. Con todo, a diciembre de este año sitúa la TPM en 4,7% y en 5,7% a diciembre de 2006. La encuesta de expectativas de junio considera un aumento mucho menor para la TPM. Se anticipa un incremento de 25 puntos base para este mes y de otros 50 durante el segundo semestre.

Agregados Monetarios

En mayo, la tasa de crecimiento anual del M1A fue menor que la de abril (17%). A pesar de ello, los residuos de la proyección habitual de dinero (de corto y largo plazo) volvieron a desalinearse en magnitud considerable. El M2A y el M7 aumentaron sus tasas de crecimiento entre 1 y 2 puntos porcentuales. Al revisar por componentes se detecta el importante incremento anual de los depósitos a plazo (28%). Las Administradoras de Fondos de Pensiones se han comportado de manera similar al resto de los agentes privados.

De acuerdo con lo anterior, la velocidad del M2A y el M7 habría aumentado respecto del mes pasado, mientras la del M1A se mantiene en los valores de los meses previos: entre 4% y 21%.

Condiciones de Crédito y Financiamiento

La deuda bancaria total registró en mayo, por cuarto mes consecutivo, una variación anual del orden del 15%. Entre los créditos a personas, los de consumo presentan un crecimiento de casi 24% y una velocidad de expansión algo mayor en el margen, mientras los de vivienda anotan un incremento anual similar al del mes anterior (22%), pero una velocidad de expansión que sigue disminuyendo. La tasa de interés promedio de los créditos de consumo aumentó 90 puntos base en mayo, situándose en 26,6%. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en Unidades de Fomento se ubican en niveles inferiores comparadas con los meses anteriores: con duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa facial entre 4% y 5%, promediaron 3,6% en mayo, mientras las con tasa facial entre 5% y 6% promediaron 4,2%.

La deuda bancaria de las empresas se mantiene con tasas de crecimiento anual del orden de 12% aunque con una velocidad de expansión algo menor a la de los meses previos. Este resultado obedece, principalmente, a la estabilidad de la tasa de variación anual de las colocaciones comerciales. La tasa de interés promedio de los préstamos comerciales fue de 10% en mayo, cifra que representa un aumento del orden de 90 puntos base respecto de abril.

La colocación de bonos volvió a cobrar dinamismo en mayo con emisiones superiores a UF12 millones, destinadas principalmente a financiar inversión. Entre las emisiones sobresale la de la Corporación del Cobre por UF6,9 millones, a 20 años y a una tasa de 3,3% anual.

Bolsa

Desde la reunión de mayo el IPSA aumentó 2,4%; con lo que este indicador acumula en el año una variación de 12% medida en pesos y de 5,4% en dólares. La evolución

de la bolsa chilena ha respondido mayormente a las noticias internas. En los dos últimos meses de este año los volúmenes transados alcanzaron valores históricos: del orden de \$ 60.000 millones diarios.

Al igual que el índice de Chile, el índice MSCI —que agrupa las principales bolsas del mundo— aumentó: 2% desde la última reunión. Los índices bursátiles de Estados Unidos de América, en tanto, subieron luego de que se dio a conocer que el crecimiento de la economía en el primer trimestre había superado lo esperado. Así, el Nasdaq se incrementó 5,4% y el Dow Jones, 3,1%.

Tipo de Cambio

En los días previos a la reunión de mayo, la paridad peso/dólar registró el mínimo valor del mes: \$ 571. Desde ese momento ha perdido valor, cotizándose en la actualidad por sobre \$ 590 por dólar, equivalente a una depreciación de 2,5% desde la reunión anterior. La trayectoria del peso frente al dólar estadounidense respondió a un fenómeno global que experimentó la mayoría de las monedas de economía relevantes para el comercio internacional chileno. Así da cuenta el broad index, índice multilateral de Estados Unidos de América, que varió 1,4% en igual lapso.

Considerando canastas de monedas, la depreciación del peso es menor: 1,4%, 0,5% y 0,9% para el TCM, TCM-5 y el TCM sin las economías dolarizadas, respectivamente.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, de la encuesta de expectativas de junio se desprende que a un año plazo el peso se depreciaría 1,7% respecto de su nivel actual, valor que llega a 3,7% en dos años. El diferencial entre tasas nominales internas y externas se ha mantenido estable desde mediados de abril.

El tipo de cambio real (TCR) de mayo cayó levemente en mayo respecto de abril: 0,6%. Por su parte, el TCR-5 disminuyó 1,2%. El diferencial entre tasas reales internas y externas detuvo la caída que venía sufriendo durante el año.

1.1.3. Demanda y Cuentas Externas

Para el primer trimestre de este año las cuentas nacionales trimestrales reflejan un crecimiento de la demanda interna menor que el incluido en el escenario base del IPoM, esto por menor acumulación de existencias. Algo cualitativamente similar ocurre con las proyecciones para el segundo trimestre.

Consumo y Existencias

Según indicadores recientes la evolución del consumo privado está aproximadamente en línea con lo proyectado en el escenario central del IPoM de mayo. A su vez,

los determinantes de este siguen apoyando un panorama favorable: el empleo ha continuado aumentando y las condiciones crediticias para el consumo siguen favorables, a pesar de que las expectativas de los consumidores se mantienen marginalmente en la zona de pesimismo. Respecto de esto último, en mayo las expectativas de los consumidores (IPEC) volvieron a empeorar –aunque a un menor ritmo que el observado anteriormente– por una caída de la percepción del país.

Consumo Habitual

Los indicadores parciales de consumo habitual de abril no muestran cambios relevantes respecto de los meses previos. Las ventas de supermercados Instituto Nacional de Estadísticas crecen a tasas anuales del orden del 8%, similar al promedio de 2004. Las ventas de bienes de consumo no durable (CNC), a su vez, crecen a tasas anuales por sobre las de fines del año pasado.

Los indicadores parciales de bienes de consumo durable, en tanto, continúan creciendo a tasas anuales de dos dígitos: 10% las ventas de la CNC y 27% las ventas de automóviles nuevos.

Existencias

En el segundo trimestre se continuaría acumulando existencias aunque a un ritmo un poco menor que el considerado en el escenario base del IPoM. Este cambio se explica por menores importaciones de bienes de consumo, un mayor incremento de las exportaciones y a una mayor utilización de existencias de bienes intermedios reflejado en el aumento de la actividad.

Los resultados entregados por el indicador mensual de confianza empresarial (IMCE) entregan un panorama general coherente con lo anterior, pero heterogéneo a nivel sectorial.

Formación Bruta de Capital Fijo

La información reciente de la FBCF y, en particular, de las importaciones de bienes de capital sigue dando cuenta de una atenuación de la inusual fortaleza que mostraban en trimestres anteriores.

El IMCE de mayo mantuvo la percepción optimista del mes anterior (59 puntos), aunque con cambios a nivel sectorial. Solo minería aumentó su optimismo, pasando a liderar el índice.

La proyección de la FBCF para el segundo trimestre de 2005 muestra menor crecimiento y velocidad de expansión que en períodos anteriores –explicado por

el componente de maquinaria y equipos (44% de la FBCF)– aunque sigue algo por encima de lo proyectado. En particular, en mayo el nivel desestacionalizado de las importaciones de bienes de capital crece a tasas menores que en meses previos.

Sin perjuicio de lo anterior, destaca que los niveles de la inversión en maquinaria y equipos continúan elevados y que el dinamismo de este componente ha sido generalizado.

El componente construcción y obras de ingeniería (56% de la FBCF) se mantuvo estable en mayo, en torno a sus altos niveles proyectados, acorde a los antecedentes de demanda de insumos, permisos de edificación e información de la Corporación de Bienes de Capital (CBC). Por otro lado, en abril las ventas desestacionalizadas de viviendas a nivel nacional disminuyeron por segundo mes consecutivo.

Política Fiscal

En abril, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 3,8% del PIB. Este resultado se dio en un contexto de mayor crecimiento tanto de los ingresos presupuestarios (21,2% anual) como de los gastos presupuestarios (4,8% anual) respecto del mes anterior.

Entre los ingresos destacan: tributarios (11,2% anual), cobre bruto (364% anual) e imposiciones previsionales (11,7%), los cuales aportan 22,3 puntos porcentuales del crecimiento. Entre los gastos sobresalen: personal (5,7%), bienes y servicios (13,2%), subsidios y donaciones (6,2%) e inversión pública (5,1%), los cuales explican 4,6 puntos porcentuales del crecimiento.

Respecto del avance sobre lo presupuestado, en abril los ingresos y gastos alcanzaron a 42% y 30,3%, respectivamente. Los primeros superaron el promedio histórico, mientras los segundos estuvieron de acuerdo con lo presupuestado.

La actualización de las proyecciones para el 2005 de las estadísticas financieras del Gobierno Central realizadas por la autoridad fiscal indicó que los supuestos macroeconómicos se ajustaron hacia valores similares a los considerados en el IPoM de mayo.

Sector Externo

Se estima que en el segundo cuarto del año el incremento anual del volumen de las exportaciones sería superior al del trimestre previo. Esto se explica por el mayor volumen exportado de los sectores industrial y agrícola.

El crecimiento del volumen importado del segundo trimestre sería inferior al del primer cuarto del año, explicado por menores compras al exterior en bienes de consumo y de capital. Los bienes intermedios, en tanto, tendrían un crecimiento de volumen superior al del trimestre previo, afectado, en parte, por mayores internaciones de petróleo.

En abril la cuenta de capital y financiera registró egresos netos de US\$ 314 millones, equivalentes a US\$ 1.268 millones si se excluyen los activos de reserva. Este resultado fue producto de flujos positivos de inversión directa (US\$ 812 millones) y otra inversión (US\$ 774 millones), contrarrestados por egresos netos de activos de reservas (US\$ 1.582 millones), inversión de cartera (US\$ 275 millones) e instrumentos financieros derivados (US\$ 43 millones).

1.1.4 Actividad y Empleo

En abril, el crecimiento anual de la actividad (6,3%) fue superior al previsto la reunión anterior, mientras la velocidad instantánea se acercó a cifras del orden de 6% anual. El resultado de abril se explicó principalmente por la actividad industrial, la construcción y el comercio. Parte se contrarrestó con la caída del sector minero.

La actividad industrial retornó a tasas de crecimiento en torno a 10% anual, con una velocidad de expansión cercana a 6% anual. Todos sus componentes mostraron alto crecimiento, en particular las ramas ligadas al mercado externo y el consumo.

La producción minera tuvo una variación anual negativa en abril debido a factores transitorios, que provocan una tasa de crecimiento del sector en el segundo trimestre menor que la incluida en el escenario base de mayo.

El sector construcción continúa creciendo por sobre el 9% anual. En abril, los despachos de cemento y materiales de construcción también mostraron mayor dinamismo, alcanzando tasas de crecimiento anual de 18 y 10%, respectivamente.

Para el segundo trimestre de este año, se estima que la actividad crecería más que lo previsto en el IPoM de mayo, lo que se relaciona principalmente con un mejor desempeño de la industria dados los datos conocidos de abril. Los sectores industria, comercio y construcción explicarían parte importante de la actividad total. Por otra parte, en electricidad, gas y agua (EGA) se verificaría una mayor tasas de crecimiento anual producto de la mayor generación de energía hídrica que ahora se estima.

Mercado Laboral

Según la información reportada por el INE para el trimestre móvil finalizado en abril de 2005, tanto el empleo total nacional como el privado continuaron con altas tasas

de crecimiento en doce meses: 3,6 y 3,3%, respectivamente. Descontando efectos estacionales, respecto del trimestre móvil previo se verificó un aumento cercano a 10 mil y 6 mil puestos de trabajo para el empleo nacional y privado, respectivamente.

Por categoría ocupacional, el empleo asalariado continuó creciendo con fuerza (5,1% anual), en contraposición a la dinámica del empleo por cuenta propia, que registró en abril una variación anual de -0,3%. A nivel sectorial, el empleo ligado al comercio creció en torno a 7% anual, cifra que no se observaba desde septiembre de 1997. La ocupación industrial INE continuó disminuyendo aunque con menor fuerza, a la vez que la medida por la Sociedad de Fomento Fabril (Sofofa) para abril no mostró cambios respecto del mes anterior. Por su lado, el empleo en el sector construcción y servicios continuó dinámico.

La tasa de desempleo nacional del trimestre móvil finalizado en abril fue 8,2%, esto es, medio punto porcentual por debajo de la de igual período del año anterior. Descontando efectos estacionales volvió a disminuir: -0,1 punto porcentual con respecto a marzo.

En mayo, las vacantes de trabajo no presentaron cambios relevantes: se mantuvieron los niveles desestacionalizados y la tasa de crecimiento anual en torno a 1%. Parte de la reciente divergencia que este indicador ha mostrado respecto del empleo asalariado puede atribuirse por el incremento del empleo en la construcción. Este sector, cuyas ofertas de empleo son difíciles de medir, no se incluye en el índice de vacantes.

Según la información a mayo, las expectativas de hogares y empresarios respecto de la evolución del mercado laboral en los próximos meses, ambos indicadores registraron un mayor optimismo que el mes previo.

1.1.5 Precios

En mayo, el IPC tuvo una variación mensual de 0,3%, cifra que fue de 0,5% para el IPCX y 0,2% para el IPCX1. Así, el incremento del IPC en doce meses llegó a 2,7%, mientras el del IPCX se situó en 2,4% y el del IPCX1, en 1,7%.

Las principales alzas del mes se produjeron en el grupo transporte (0,8%), seguido de vivienda (0,4%), alimentación (0,2%) y equipamiento de la vivienda y otros, ambos con 0,1%. No se consignaron variaciones en los grupos vestuario, salud y educación y recreación.

Respecto de lo proyectado la reunión anterior, hubo sorpresas tanto en el IPC como en el IPCX, no así en el IPCX1. Las principales diferencias estuvieron en las tarifas de teléfonos y agua potable incluidas en vivienda. En los teléfonos no se verificó el efecto de los cobros retroactivos por la entrada en vigencia del nuevo decreto tarifario del

sector que se supuso en el escenario base del IPoM. En cuanto a las tarifas del agua potable, las diferencias provinieron del desfase en la entrada en vigencia del decreto tarifario del sector de marzo. Como en ocasiones anteriores, esto último provocará efectos sube/baja en el IPC de mayo a julio, aunque de magnitud considerablemente menor que la de otros episodios y que no altera el escenario de mayo.

La velocidad instantánea del incremento de la inflación del IPCX1 aumentó respecto del mes anterior, aunque en términos anualizados se mantiene por debajo de 2%. En el caso del IPC e IPCX, aumentó por la incidencia de una sola vez de tarifas y combustibles.

Todas las medidas alternativas de inflación subyacente, esto es, el IPCX2 y las medias podadas de IPC, IPCX e IPCX1, presentaron trayectorias al alza, continuando con la tendencia de gradual aumento de meses anteriores. En la actualidad se encuentran en niveles comparables con los observados a fines de 2003.

En mayo, se observó un aumento de los ítemes que bajan de precio en contraposición a los que suben. Al mismo tiempo, disminuyeron levemente los que no cambian de precio.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 8,4% en mayo (10,9% el mes anterior). Considerados los precios con correspondencia en el IPCX1, la variación llegó a 2,1% (1,9% el mes anterior).

Márgenes

Las medidas de márgenes tuvieron descensos leves de acuerdo con la última información conocida. Se observa este comportamiento tanto para la relación de precios con correspondencia en el IPCX1 e IPP, como para la medida de márgenes de durables incluidos en el IPC y el IPM.

Costos Laborales

En abril tanto la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total (CMO) como la de los sectores distintos a servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería (CMOX) se ubicaron en 4,6%. Esto significó un nuevo aumento respecto de diciembre -3,2% el CMO y 2,2% el CMOX- que se asocia al efecto del cambio en la jornada laboral.

Respecto de los costos laborales unitarios (CLU), en abril la tasa de crecimiento anual del CLU total se mantuvo en cifras negativas. Descontando servicios comunales, sociales y personales, para EGA y minería (CLUX), se aprecia un comportamiento similar.

1.2 Análisis y Discusión de los Antecedentes

Se evaluó que la evolución de los inventarios y del consumo parece no diferir con el escenario del IPoM, tanto respecto de una disminución gradual del ritmo de acumulación de stocks como de un mayor dinamismo del consumo. Se hizo presente que el crecimiento del volumen exportado no minero del segundo trimestre se ve robusto.

Se indicó que la curva forward continúa afectada por fenómenos de carácter financiero, lo que la hace mostrar una trayectoria implícita para la evolución esperada de la TPM más agresiva que lo que se desprende de las encuestas, no capturando de manera correcta las expectativas de mercado. En este sentido, se señaló que ha aumentado la dispersión de las tasas de interés de captación a mediano plazo -por motivos diversos: premios por liquidez, estrategias puntuales de bancos particulares, etc.- por lo que las encuestas podrían reflejar de mejor manera lo que espera el mercado para la TPM. Se indicó además que evidencia para países con mercados financieros más profundos, como Estados Unidos de América, tiende a rechazar la hipótesis de expectativas para la curva forward, lo que apoya no poner tanto énfasis en dicha curva para inferir expectativas de mercado.

Se analizó el comportamiento de la compensación inflacionaria, que parece tener una evolución bastante predecible y dependiente de la inflación efectiva, mayor que lo que las condiciones de arbitraje podrían explicar.

Finalmente, se señaló que los riesgos del escenario internacional parecen haber aumentado en las semanas recientes.

2. Opciones

El Consejo considera las siguientes opciones de política y argumentos.

2.1 Presentación de Opciones

En la reunión de política monetaria de mayo, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política en 25 puntos base, a 3,25%. En esta decisión se consideró que el crecimiento de la actividad, aunque más atenuado que en trimestres pasados, seguía siendo superior a su tendencia y que, más allá de movimientos inusuales en precios específicos y de la incidencia directa que tiene el alza del precio del petróleo, la tendencia inflacionaria seguía aumentando gradualmente, en línea con lo previsto.

Los antecedentes acumulados desde la última reunión muestran que las condiciones externas, tanto reales como financieras, se mantienen favorables. Las tasas de interés de largo plazo de las principales economías han disminuido. Si bien los precios del petróleo y del cobre han vuelto a aumentar en las últimas semanas, ello no modifica el escenario promedio esperado para este año.

Internamente, el crecimiento de la actividad sigue siendo sólido, por encima del crecimiento del PIB de tendencia, y la heterogeneidad sectorial se ha ido atenuando, especialmente entre los sectores no ligados a recursos naturales. La demanda interna ha seguido creciendo a tasas elevadas, y sus distintos componentes aparentemente están en trayectorias coherentes con el escenario central de proyecciones. Las cifras del mercado laboral han continuado mostrando un panorama positivo. Varias de las fuentes de riesgos para el escenario de crecimiento –abastecimiento de gas natural, hidrología, dinámica de los inventarios y del consumo– se han debilitado.

Las condiciones financieras internas siguen siendo claramente expansivas, lo que se aprecia en el alto crecimiento de los agregados de crédito y dinero y en el nivel de las tasas de interés.

Con respecto a los precios, la inflación mensual del IPC superó la proyección por más de dos décimas, mientras que el IPCX1 estuvo en línea con lo esperado. Las medidas de la tendencia de la inflación anual siguen aumentando gradualmente, mientras los costos laborales unitarios se mantienen bien contenidos, a pesar del mayor aumento de los salarios por hora.

Con los antecedentes disponibles, las opciones que parecen más plausibles para esta reunión son aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base o mantenerla en su nivel actual.

La sintonía de los antecedentes actuales con el escenario central de proyecciones del Informe de mayo es coherente con mantener la estrategia aplicada desde septiembre pasado. En particular, el hecho que el aumento progresivo de la tendencia inflacionaria se encuentra dentro de lo previsto como también que el crecimiento de la actividad continúa sobre su tendencia. Todo ello apoya la necesidad de continuar con la normalización pausada de una política monetaria que aún es claramente expansiva. Como se ha discutido en otras oportunidades, en un mes particular tanto un alza acotada como una mantención de la tasa de política monetaria son congruentes con esta estrategia. Para elegir una de las opciones es pertinente revisar tanto las novedades económicas más importantes como los aspectos tácticos.

Respecto de lo supuesto en el escenario central de proyecciones, la importancia de las novedades es acotada. Sin embargo, se puede justificar aumentar la tasa de política

monetaria en esta reunión por las noticias de relativa mayor fortaleza de la actividad en el segundo trimestre, la atenuación de algunos riesgos a la baja en el escenario de crecimiento y el que la inflación del IPC haya seguido aumentando algo más que lo proyectado (aunque por razones puntuales bien identificadas relacionadas con tarifas), situación que también se reflejó en el IPCX. Como se ha comentado otras veces, un alza en esta oportunidad haría más probable que los ajustes posteriores sean más graduales.

Por su parte, otras novedades podrían justificar postergar el alza de la tasa de política monetaria. En particular, el que los costos laborales unitarios parecen continuar disminuyendo en 12 meses una vez que se considera la productividad por hora, en momentos en que además la velocidad de expansión del IPCX1 se ubica cerca del piso del rango meta, apoya la opción de pausar este mes. La trayectoria que han tenido las tasas de interés internacionales de largo plazo también favorecen esta opción.

Desde el punto de vista táctico, se podría justificar mantener la tasa de política monetaria si se evaluara que tres alzas consecutivas arriesgan que se las interprete como un aumento del ritmo de normalización por encima del que se ha considerado adecuado para el escenario más probable. Este riesgo, sin embargo, no parece tan serio cuando se considera que mientras una mayoría relativa de las expectativas supone un alza de tasas para esta reunión, la trayectoria esperada de las tasas para los próximos meses no ha sufrido mayores cambios. Quizás el riesgo más relevante sea validar –incluso exacerbar– la trayectoria de corto plazo de las tasas de mercado, que están por encima de una trayectoria esperada de la tasa de política monetaria coherente con el escenario base. El riesgo opuesto, que ante una mantención de la tasa de política monetaria se interprete que el ritmo de normalización ha cambiado, es acotado.

2.2 Análisis y Discusión de las Opciones

Un participante señaló que el aún intenso impulso monetario actual, reflejado en una tasa de interés real de corto plazo cercana a cero, es un argumento a favor de aumentar la TPM.

Otro participante indicó que llama especialmente la atención los datos sobre costos laborales unitarios, ya que hubiese pensado que con la reducción de la jornada laboral tendría que haberse producido un aumento de tales costos, sin embargo están creciendo muy por debajo de lo que sería consistente con una situación de inflación de 3%. Destacó además que el IPCX1 está en línea con lo esperado previamente, lo que apoyaría una mantención de la TPM en el marco general de normalización pausada de la tasa de interés de política monetaria.

Otro participante señaló que no es descartable que en el exterior las tasas todavía bajen un poco más, quizá no en el caso de Estados Unidos de América, pero sí en Europa, lo que de alguna forma le podría poner un límite a las tasas largas en Chile. Argumentó además que dado que la tasa se ha subido dos veces consecutivas, hacerlo tres veces generaría una señal que ha habido un cambio en el ritmo de normalización. Finalmente, indicó que no es descartable que lo que está detrás del aumento de la inflación subyacente sean efectos de segunda vuelta del muy considerable incremento que ha tenido el precio del petróleo.

El Presidente del Banco Central de Chile, señor Vittorio Corbo, ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

Todos los Consejeros estuvieron de acuerdo con que los antecedentes conocidos avalan la estrategia de un aumento pausado de la tasa de política monetaria iniciado en septiembre del año pasado y reafirmado en el último IPoM. Se señaló que en esta oportunidad la estrategia es compatible tanto con un aumento leve de la tasa de política monetaria como con la mantención de la misma. En este sentido se indicó que las consideraciones de carácter táctico son claves en esta oportunidad.

Hubo coincidencia en que los antecedentes recientes confirman que la economía se está desarrollando en torno al escenario central descrito en el último IPoM. En particular, el aumento progresivo de la tendencia inflacionaria dentro de lo previsto y el hecho de que el crecimiento de la actividad continúa sobre su tendencia apoyan la necesidad de continuar con la normalización pausada de la política monetaria, la que aún es claramente expansiva. Las noticias del último mes han mostrado que la actividad económica continúa creciendo con vigor y que la inflación sigue gradualmente aproximándose al centro del rango meta.

Se indicó que las principales novedades provienen de la atenuación de algunos riesgos considerados en el escenario central de proyecciones del último IPoM. En especial, la actividad mostró un mayor dinamismo en abril y los distintos componentes del gasto interno siguen trayectorias coherentes con lo previsto: una moderación en las tasas de crecimiento de la inversión fija, una evolución del consumo que pareciera fortalecerse y una reducción en la estimación de las existencias. A lo anterior, se suman buenas noticias en el campo de la energía con menos restricciones de gas y una mejor hidrología. Asimismo, se estima que no hay sorpresas en la inflación subyacente IPCX1, la que continúa la trayectoria ascendente según lo previsto. En cuanto a la situación externa, esta se mantiene favorable, pero a la vez con importantes riesgos.

Varios Consejeros destacaron el riesgo de que tres alzas consecutivas podrían llevar a parte del mercado a interpretar que se ha aumentado el ritmo de normalización

de la misma política monetaria. Por el contrario, la opción de mantener la tasa en la reunión de hoy validaría el ritmo de normalización seguido hasta la fecha, el que sigue siendo, de acuerdo con las proyecciones y la información disponible hasta ahora, el más apropiado para cumplir con los objetivos del Banco Central.

Un Consejero hizo hincapié en que de materializarse el escenario base del IPoM, un alza en esta reunión significaría que se está adelantando el ajuste, con sus consecuentes efectos en desviar la inflación hacia abajo respecto de la meta, o que se deberá hacer una pausa muy prolongada, con negativas consecuencias sobre la gradualidad deseada. Agregó que cuesta entender la visión mayoritaria del mercado de que debería subir la tasa de interés en esta reunión, y al mismo tiempo terminar el año con una TPM en torno al 4%. Señaló que ello no es coherente con un ajuste gradual y por lo tanto, en esta oportunidad, no le parece un argumento relevante el que el mercado espere un alza de la tasa. Indicó que, en meses anteriores, la tasa aumentó en condiciones en las cuales en el margen se podría pensar en su mantención. Lo anterior se basó en que el objetivo ha sido graduar el ajuste lo que, dado el actual panorama macro, ha demostrado ser una decisión acertada. Por la misma razón, estima que, aunque en el margen se puedan percibir señales que sugieran un alza de tasas, mantenerla es una decisión simétrica a las anteriores.

3. Acuerdo

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 3,25% anual.