



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

Mayo 2006

Resumen de la exposición efectuada por Vittorio Corbo L., presidente del Banco Central de Chile, en la Comisión de Hacienda del Honorable Senado de la República, en Valparaíso, el 17 de mayo de 2006.

La economía chilena continúa en un ciclo expansivo y relativamente ordenado, con extraordinarias condiciones externas, en particular términos de intercambio muy elevados gracias a los precios récord del cobre. El crecimiento de la actividad y de la demanda interna transita gradualmente hacia valores de tendencia, mientras las holguras de capacidad se copan progresivamente. Pese al fuerte aumento del precio internacional del petróleo, el actual ciclo expansivo no ha comprometido la estabilidad de precios, aunque sí involucra un leve aumento transitorio de la inflación IPC. En los últimos meses, la inflación anual del IPC fluctuó en torno a 4% y la inflación subyacente IPCX1 se aproximó a 3%, ambas en línea con las proyecciones previas. Las expectativas de inflación se mantienen bien ancladas en 3%. Este escenario ha permitido que la normalización de la política monetaria continúe a un ritmo pausado, manteniéndose en la actualidad un sesgo expansivo que, en el escenario más probable, se espera seguir reduciendo para asegurar la convergencia de la inflación a 3% dentro del horizonte habitual de proyección. La oportunidad de estos ajustes dependerá de las implicancias de las noticias de actividad, tipo de cambio, salarios y precios sobre la trayectoria proyectada de la inflación.

El panorama externo es excepcionalmente favorable para la economía chilena. El crecimiento mundial sigue dinámico, con un mayor equilibrio entre las distintas zonas económicas. Los términos de intercambio de Chile mejoran de la mano de precios de productos básicos que, contrariando las proyecciones, han seguido aumentando. El precio del cobre se ubica cerca de US\$4 la libra, tras alzas sustanciales en las últimas semanas, cuya magnitud y velocidad no son fáciles de conciliar con cambios recientes y esperados en los fundamentos de demanda y oferta. El precio del petróleo también ha continuado aumentando, tanto por la fortaleza de la demanda mundial y problemas de oferta como por la mayor prima por riesgo frente a eventuales problemas geopolíticos. Las condiciones financieras para las economías emergentes se mantienen favorables, pese a las alzas significativas de las tasas de interés de largo plazo en las economías desarrolladas. A la vez, mientras EE.UU. parece estar cerca de completar su ciclo de normalización de la política monetaria, aumentan las expectativas de mercado respecto de alzas en las tasas de interés de corto plazo en la Zona Euro y Japón, reflejo del mayor crecimiento en estas regiones y su eventual impacto en la inflación.

Internamente, el Consejo del Banco Central ha continuado con el proceso de reducción gradual del estímulo monetario iniciado en la segunda parte del 2004, con aumentos de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en dos ocasiones desde el último IPoM, con lo que se ubica en 5%. En todo caso, se estima que la TPM aún se encuentra por debajo de su nivel neutral. El costo del financiamiento a hogares y empresas refleja paulatinamente el ajuste de la TPM, con tasas de interés de mercado del orden de 100 puntos base por sobre el promedio del año anterior. El crecimiento del crédito sigue fuerte, aunque ya no se aprecia una aceleración adicional. Los agregados monetarios estabilizan su tasa de incremento anual en niveles relativamente altos, luego del aumento de fines del 2005.

Supuestos del escenario base

	2003	2004	2005	2006 (f)	2007 (f)
	(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	8,0	19,7	10,5	12,6	-8,1
PIB socios comerciales (*)	2,9	4,5	3,8	4,2	3,8
PIB mundial PPC (*)	4,1	5,3	4,8	4,9	4,7
PIB mundial a TC de mercado (*)	2,7	4,0	3,4	3,6	3,4
Precios externos (en US\$)	10,5	8,9	7,6	5,9	5,1
	(niveles)				
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	81	130	167	260	225
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	31	42	56	67	62
Libor US\$ (nominal, 90 días)	1,2	1,7	3,6	5,1	5,3

(*) Para un detalle de su definición ver el Glosario.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El peso ha fluctuado en los últimos meses, aunque comparado con el valor nominal vigente al cierre del IPoM de enero no muestra una variación importante. Tomando como referencia el promedio de las dos semanas previas al cierre estadístico de este IPoM, se estima que el peso se ubicaría hoy en niveles marginalmente por debajo de varias estimaciones para el tipo de cambio real coherentes con sus determinantes fundamentales de largo plazo, en particular los términos de intercambio. Como supuesto metodológico para las proyecciones de este IPoM, se considera una depreciación moderada del peso en términos reales en el horizonte de proyección, en línea con el escenario base de normalización gradual de las condiciones externas.

En el primer trimestre del año, la demanda interna se enmarcó en un escenario de desaceleración, coherente con lo previsto en enero. Por el lado del consumo, el componente durable se mantiene creciendo a tasas elevadas y favorecido por las buenas condiciones de financiamiento de los hogares y el dinamismo del empleo, pese al encarecimiento de los combustibles. El consumo habitual mantiene un crecimiento moderado. El crecimiento anual de la formación bruta de capital fijo se desaceleró en el primer trimestre, en línea con lo proyectado, y de acuerdo con la evolución del ciclo.

Las proyecciones de este IPoM suponen que la política fiscal sigue enmarcada en la regla de superávit estructural, con un aumento de los valores de referencia del precio del cobre para el 2007 en línea con la evaluación de que los elevados precios actuales no serían duraderos. La expansividad de la política fiscal dependerá, entre otros factores, del precio de referencia que finalmente se determine. Los escenarios para la inflación que se entregan a través de los gráficos de abanico contemplan, entre otros elementos, varias alternativas para este precio de referencia, que resultan clave para proyectar las distintas variables macroeconómicas. También surge como relevante, dados los montos involucrados, el efecto que los mayores ingresos provenientes de las ventas de cobre puedan tener en la valoración del peso en el corto plazo. La forma en que sean manejados, tanto respecto de su destino como de su denominación, puede tener efectos sobre la economía local. La política anunciada por la autoridad fiscal referida al manejo de estos excedentes ayuda a disminuir estos efectos. En todo caso, cabe señalar que con una política fiscal menos austera, la apreciación del peso sería mayor y la tasa de interés más elevada.

Crecimiento económico y cuenta corriente

	2003	2004	2005	2006 (f)
	(variación anual, porcentaje)			
PIB	3,9	6,2	6,3	5,0 - 6,0
Ingreso nacional	3,9	8,6	9,1	5,0
Demanda interna	4,9	8,1	11,4	6,8
Formación bruta de capital fijo	5,7	11,7	24,7	9,0
Consumo total	4,0	6,1	7,6	6,3
Exportaciones de bienes y servicios	6,5	11,8	6,1	4,7
Importaciones de bienes y servicios	9,7	18,0	20,4	8,1
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	1,7	0,6	1,7
	(millones de dólares)			
Cuenta corriente	-964	1.586	703	2.400
Balanza comercial	3.685	9.196	10.180	17.000
Exportaciones	21.664	32.215	40.574	51.900
Importaciones	-17.979	-23.020	-30.394	-34.900
Servicios	-646	-689	-588	-900
Renta	-4.608	-7.999	-10.624	-15.900
Transferencias corrientes	605	1.079	1.735	2.200

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

El valor de las exportaciones alcanzó niveles récord en el primer trimestre del 2006, principalmente por el alto precio del cobre. A ello se sumó que el volumen de envíos mineros revirtió las caídas anuales de gran parte del 2005. En cuanto a los envíos industriales, su volumen siguió dinámico, mientras el de los

envíos agrícolas reflejó los perjuicios causados por fenómenos climáticos del 2005 en la producción frutícola. Las importaciones están en niveles similares a los de fines del año pasado. La cuenta corriente cerró el 2005 con un superávit por sobre medio punto porcentual del PIB. Para el 2006 se proyecta un superávit mayor a 1,5% del PIB.

El PIB creció 6,3% en el 2005, similar a lo estimado en enero. En el primer trimestre del 2006 aumentó a una tasa menor, en torno a 5%, afectado por hechos puntuales en sectores específicos. La actividad agrícola cayó en términos anuales tanto por factores climáticos, como por elementos vinculados a la transición que parece estar ocurriendo en ciertos cultivos tradicionales. Así, medida por su velocidad de expansión instantánea, la actividad sufrió una desaceleración en el primer cuarto del año, que sería revertida en el trimestre en curso. Para el 2006 en su conjunto se sigue esperando una expansión algo superior a la tendencia, llegando a un crecimiento de entre 5 y 6%. Esto supone que el crecimiento del segundo semestre es considerablemente mayor al del primero y que la desaceleración del primer trimestre fue puntual. Para el 2007 se estima que el PIB crecería una vez más por sobre su tendencia. Las escasas holguras de capacidad que se estima aún persisten terminarían de cerrarse durante el 2006, con brechas pequeñas pero positivas en el resto del horizonte de proyección.

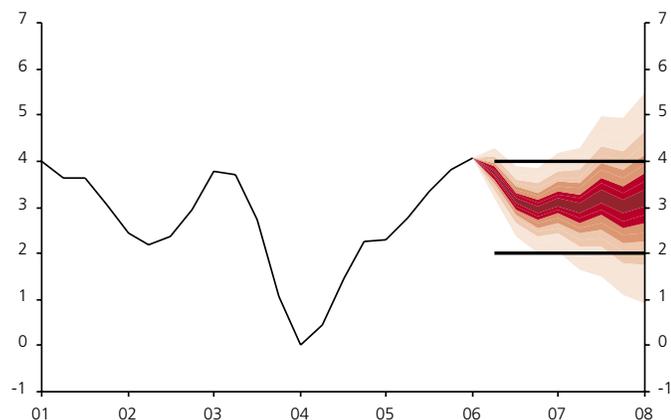
El panorama global del mercado laboral muestra algunos cambios respecto de comienzos de año, destacando el sostenido incremento de la ocupación asalariada y el repunte de la participación laboral. En este contexto, la medida disponible de productividad del trabajo registró una desaceleración significativa en los primeros meses del año, aunque no es evidente que sea un fenómeno de tendencia. Las remuneraciones nominales por hora han disminuido su tasa de crecimiento anual, tal como era de esperar una vez que saliera de la base de comparación el impacto del recorte de la jornada laboral de comienzos del 2005.

Los costos laborales unitarios crecen a tasas anuales superiores a la de fines del 2005, aunque con velocidades de expansión que, de acuerdo con lo esperado, disminuyen. Cuánto de la mayor variación anual de los costos laborales responde a presiones genuinas de costos no es fácil de determinar, por una serie de factores difíciles de aislar; entre ellos, la volatilidad propia de las medidas de productividad y los cambios en la medición de las encuestas de salarios y empleo. En todo caso, con un mercado laboral cada vez más estrecho, es especialmente importante seguir de cerca la evolución de las presiones salariales que puedan amenazar la evolución futura de la inflación.

Las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen bien ancladas en torno a 3%. La compensación inflacionaria a dos, cinco y diez años se ubica en promedio en 3%, lo mismo que las expectativas de inflación informadas en la encuesta de expectativas económicas a uno y dos años. Esto difiere de episodios previos de aumento del precio del petróleo en pesos, en los que las expectativas de inflación tendían a incrementarse, al menos en forma temporal.

Proyección de inflación IPC (*)

(Variación anual, porcentaje)

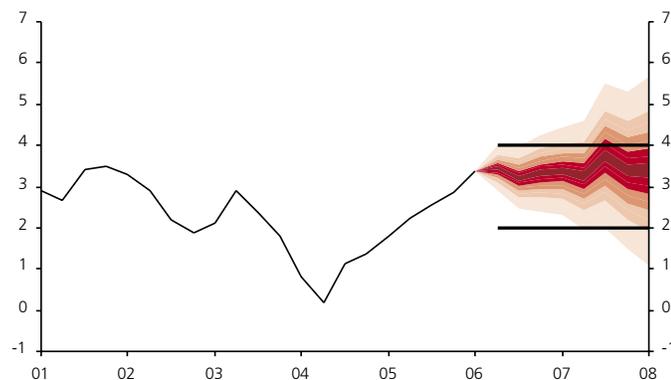


(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que el impulso monetario declina gradualmente en los próximos trimestres con una trayectoria comparable a la implícita en la estructura de tasas de interés de las últimas dos semanas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Proyección de inflación IPCX (*)

(Variación anual, porcentaje)



(*) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección base al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 30, 50, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Estos intervalos de confianza resumen la evaluación de riesgos sobre la inflación futura que realiza el Banco Central, bajo el supuesto de que el impulso monetario declina gradualmente en los próximos trimestres con una trayectoria comparable a la implícita en la estructura de tasas de interés de las últimas dos semanas.

Fuente: Banco Central de Chile.

Durante el primer cuatrimestre, la inflación subyacente IPCX1 —que excluye los precios de perecibles, combustibles, carnes y pescados, tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros del IPC— fue similar a la considerada en enero. La inflación mensual del IPC estuvo en gran parte determinada por los cambios en el precio de los combustibles. Así, la inflación anual del IPC, más allá de los vaivenes mes a mes, osciló en torno a 4% en el primer cuatrimestre del 2006.

Inflación

	2004	2005	2006 (f)	2007 (f)	2008 (f)
			(porcentaje)		
Inflación IPC promedio	1,1	3,1	3,5	3,1	
Inflación IPC diciembre	2,4	3,7	3,4	3,0	
Inflación IPC a 12 y 24 meses (*)				3,0	3,0
Inflación IPCX promedio	0,9	2,3	3,3	3,4	
Inflación IPCX diciembre	1,8	2,9	3,4	3,1	
Inflación IPCX a 12 y 24 meses (*)				3,3	3,1
Inflación IPCX1 promedio	0,8	1,9	2,9	3,3	
Inflación IPCX1 diciembre	1,2	2,6	3,1	3,3	
Inflación IPCX1 a 12 y 24 meses (*)				3,3	3,2

(f) Proyección.

(*) Correspondiente a la inflación proyectada a mayo de cada año.

Fuente: Banco Central de Chile.

En el corto plazo, la inflación subyacente del IPCX1, aunque con vaivenes, se proyecta en niveles similares a los actuales. Durante el 2007 y comienzos del 2008, estaría marginalmente por sobre 3%, dado un breve crecimiento superior al de tendencia en el 2007 y por el efecto del leve aumento del tipo de cambio real que supone el escenario base. Para la inflación IPC, en tanto, se proyecta una reducción paulatina hacia valores incluso por debajo de 3% a fines del tercer y comienzos del cuarto trimestre del 2006, en parte importante por la alta base de comparación de igual período del 2005. En los últimos meses del año volvería a aumentar transitoriamente a cifras por encima de 3% anual, para luego mantenerse en torno al centro del rango meta hasta fines del horizonte de proyección. El mayor precio esperado para el petróleo en el escenario base tiene su principal impacto sobre la inflación en el 2006. Aunque más lentamente que en IPoM anteriores, se espera una convergencia a su precio considerado de largo plazo, lo que lleva a una inflación proyectada del IPC menor que la del IPCX e IPCX1 el 2007 y principios del 2008. Este escenario es congruente con el supuesto metodológico de reducción gradual del impulso monetario en los próximos trimestres con una trayectoria comparable a la implícita en la estructura de tasas de interés de las últimas dos semanas.

Las proyecciones del IPoM se construyen a partir de los eventos que se consideran más probables y que configuran el escenario base. Como es habitual, existen variadas fuentes de incertidumbre que podrían dar pie a resultados diferentes de los supuestos.

En el ámbito externo, destaca el riesgo de que el precio del cobre sea distinto del proyectado. Podría ser menor, considerando que las alzas recientes se han dado sin cambios adicionales significativos en sus fundamentos. Pero también es posible que se den precios superiores, ante un escenario de mayor demanda, especialmente de China e India, y problemas imprevistos en la oferta. Asimismo sobresale el riesgo de que el precio del petróleo se mantenga en los niveles actuales o incluso suba. Este riesgo ha aumentado y podría tener efectos negativos en el crecimiento mundial, así como mayores presiones inflacionarias, lo que ha sido alertado recientemente por el FMI. Si bien se estima que el mundo es hoy menos sensible a los incrementos del precio del petróleo, los altos niveles de las últimas semanas, y el hecho que el precio ahora también está afectado por factores de oferta, podrían tener efectos más significativos que los vistos hasta ahora.

El riesgo de un deterioro de las condiciones financieras internacionales sigue presente y se percibe algo mayor. Ello por el aumento de la inflación en economías desarrolladas, el mayor dinamismo de la demanda interna y el incremento del precio de los combustibles, en un contexto en que las holguras de capacidad se han ido copando más rápido que lo anticipado, en especial en EE.UU. Por otro lado, los premios soberanos de economías emergentes se han mantenido en niveles inusualmente bajos, lo que mantiene el riesgo de aumentos significativos frente a una eventual reevaluación del apetito por riesgo de los inversionistas. Esto, por ejemplo, ante un deterioro abrupto de las condiciones de liquidez internacional o una menor disposición de los inversionistas por tomar posiciones en instrumentos de economías emergentes, en particular de América Latina. Destacan, además, las muestras de preocupación que ha dado el mercado por el desempeño de algunas economías específicas en la región.

Mantiene preponderancia el riesgo de un descenso mayor en los precios de activos inmobiliarios en los países desarrollados, en los que han alcanzado niveles especialmente altos. El consiguiente deterioro de la riqueza de las familias podría llevar a una desaceleración mayor que la prevista del gasto privado en esas economías, de la actividad de la construcción y, en último término, del ritmo de expansión de la actividad mundial.

A nivel global, existen varios riesgos menos probables en el corto plazo, pero que de ocurrir tendrían un impacto notorio. Continúa la posibilidad de ajuste desordenado de los desbalances globales ahorro-inversión, que provocaría un deterioro de las condiciones financieras internacionales y una disminución de la actividad mundial. Además, los propios desbalances podrían acentuar las disputas comerciales a nivel mundial, llevando a un mayor proteccionismo global, con el consiguiente daño al comercio y al crecimiento económico. Si bien los alcances de la gripe aviar aún son desconocidos, podría tener efectos negativos en el crecimiento mundial. Asimismo, permanecen los riesgos geopolíticos y de atentados terroristas.

Internamente, existen riesgos asociados a la transmisión de las alzas recientes del precio del cobre a la economía. Ello se relaciona con expectativas de que los altos precios perduren, llevando a una demanda interna mayor que la esperada, en un escenario de menor tipo de cambio y mayores presiones inflacionarias. En este cuadro cabría esperar la consiguiente reacción de la política monetaria, para mantener la estabilidad de precios y la sostenibilidad del ciclo expansivo. Es incluso posible que las expectativas sobre este tipo de escenario tengan efectos que se manifiesten en el corto plazo a través de movimientos en los precios financieros clave, o si los agentes privados adelantan sus planes de gasto. Cabe destacar que el precio de referencia del cobre que se establezca para efectos del cálculo de los ingresos estructurales del Fisco es un elemento central en la transmisión de cambios en el precio del cobre al resto de la economía a través del gasto público y, por lo tanto, en la probabilidad de materialización de este riesgo.

Más allá de lo anterior, es posible que la desaceleración que ya se observó en el crecimiento anual de la demanda interna durante el primer trimestre no prosiga según lo proyectado. Esto, tanto por las favorables condiciones crediticias presentes como por el robusto crecimiento del empleo.

Considerando los elevados términos de intercambio que enfrenta la economía chilena y las dudas de cómo este fenómeno será absorbido, además de las excepcionales condiciones financieras internacionales, se estima que existe una mayor incertidumbre respecto de la trayectoria que seguirá la demanda interna, la actividad y el tipo de cambio en Chile.

Finalmente, los efectos del precio del petróleo y su incierta evolución futura persisten como un riesgo importante en el ámbito interno. Dado que se estima que las holguras de capacidad ya son escasas y desaparecerían en los próximos trimestres, es posible que los mayores precios de los combustibles, ya ocurridos o por ocurrir, tengan un efecto más perceptible sobre la inflación subyacente que lo visto hasta ahora.

El Consejo considera que, evaluadas en conjunto, estas distintas contingencias hacen que el balance de riesgos para el crecimiento esté sesgado al alza y equilibrado para la inflación.

El Consejo estará especialmente atento a cómo la economía absorba el inusual escenario de términos de intercambio que enfrenta, en un contexto de escasas holguras de capacidad y una tendencia inflacionaria y expectativas de inflación alineadas con el centro del rango meta. De particular interés será el comportamiento de la demanda interna, de la actividad, de precios clave como los salarios y el tipo de cambio, y sus implicancias para la inflación proyectada en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.