

Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2005

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 84 celebrada el 11 de octubre 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 Enrique Marshall Rivera; 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 Óscar 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 Mercados Financieros, don Beltrán De Ramón Acevedo; Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; Secretario General, don Jorge Court Larenas; Asesora del Ministerio de Hacienda, doña Bernardita Piedrabuena Keymer; y Economista Senior del Banco Central de Chile, don Claudio Soto Gamboa.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

El panorama macroeconómico coyuntural, comparado con el escenario delineado en el *Informe de Política Monetaria*, sigue mostrando tendencias mixtas, con una inflación del IPC mayor que la prevista por sorpresas en algunos precios específicos. En el entorno internacional han seguido sorprendiendo los elevados precios de *commodities*, mientras que las condiciones financieras siguen siendo favorables. Sin embargo, los riesgos asociados a los efectos de los altos precios del petróleo en el producto y la inflación se han incrementado. En lo interno, se ha afirmado el diagnóstico de una expansión económica para el tercer trimestre más atenuada que la prevista, asociada al desempeño de la minería y el comercio, con un crecimiento algo menor de los indicadores de consumo privado y de existencias. El empleo y la inversión siguen dinámicos, mientras las condiciones monetarias internas siguen siendo expansivas. Luego del incremento de meses recientes, las expectativas de inflación a plazos entre uno y dos años se han estabilizado algo por sobre el 3%. El tipo de cambio mostró una apreciación adicional significativa, probablemente reflejando una visión positiva de los agentes respecto del panorama macroeconómico general.

Aunque las perspectivas de crecimiento mundial son algo más auspiciosas que hace unos meses, los riesgos parecen también haber aumentado. En Estados Unidos de América se prevé un mayor impulso hacia el 2006 por la reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes, mientras tienden a mejorar las expectativas empresariales en Europa y Japón. En México y Brasil se esperan condiciones monetarias más relajadas, mientras que China continúa mostrando un importante dinamismo. En este contexto, las expectativas para las tasas de interés en Estados Unidos de América y Europa se han empujado y el dólar se ha fortalecido frente a las principales monedas. A pesar de las mayores tasas de interés de largo plazo, las condiciones financieras para las economías emergentes se han vuelto algo más favorables. El precio del cobre sigue marcando niveles máximos nominales.

Internamente, los mercados financieros muestran que la fuerte expansividad de la política monetaria continúa. El crédito bancario a personas y a empresas sigue dinámico, lo mismo que las colocaciones de bonos. Aunque las tasas de interés de largo plazo en general han tendido a aumentar, estas siguen siendo reducidas y la actividad bursátil continúa indicando buenas perspectivas. Sólo en los agregados monetarios se percibe con claridad el impacto de la trayectoria creciente de la TPM.

El tipo de cambio peso/dólar disminuyó 1,7% respecto de la última RPM y algo más en términos reales. Esta dinámica difícilmente puede atribuirse a cambios en el diferencial de tasas, el que ha sido más bien neutro, o a cambios en las paridades, que de hecho han mostrado un fortalecimiento del dólar con relación a varias de las principales monedas. Observadores de mercado atribuyen esta apreciación al importante incremento del precio del cobre y al crecimiento que muestra la demanda interna y los indicadores laborales.

Los antecedentes coyunturales respecto de la marcha de la economía en el tercer trimestre confirman la atenuación del dinamismo de la actividad detectado el mes pasado, principalmente en comercio y minería. Así, aunque se espera una aceleración de la actividad en el curso del cuarto trimestre, se evalúa que los factores que incidieron en el menor crecimiento de la actividad en julio tenderán a persistir, pero se mantiene el crecimiento robusto de la demanda interna. Mientras los indicadores parciales de consumo habitual, junto con las expectativas de los hogares, muestran un panorama algo menos pujante, la formación bruta de capital fijo sigue creciendo con fuerza. También el mercado inmobiliario sigue dinámico y el crecimiento de las exportaciones, más allá de la volatilidad propia de los envíos de cobre, sigue siendo sustancial. El mercado laboral continúa dando señales de dinamismo. La ocupación sigue con un crecimiento significativo, principalmente en lo que se refiere a empleo asalariado. Para este y el próximo año se observaría un mayor impulso del gasto fiscal que lo esperado en el Informe y RPM anteriores, en el marco del cumplimiento de la regla de superávit estructural.

Aparte de sorpresas específicas de algunos precios con alta incidencia, la inflación del mes de septiembre estuvo muy en línea con lo previsto. El precio de algunos perecibles se vio fuertemente afectado por los temporales

de septiembre, mientras que el gas licuado tuvo un incremento significativo. La velocidad que lleva el IPCX1 se mantiene en torno a 3% anual, algo menos que lo proyectado en el último Informe de Inflación, mientras las demás medidas de inflación subyacente continúan aumentando a un ritmo algo mayor que el visto en los últimos meses.

Las expectativas privadas para esta reunión coinciden en indicar un incremento de 25 puntos base para la TPM, en un contexto en que aunque el aumento de la inflación esperada a mediano plazo se detuvo, ello ocurrió en un nivel algo superior al centro del rango meta. Las perspectivas de crecimiento que reflejan las encuestas, en tanto, no han vuelto a incrementarse.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió acerca de la evolución de la inversión medida a precios constantes, la cual como fracción del producto ha aumentado más en los últimos años que la inversión como fracción del producto medida a precios corrientes. Se señaló que esto se debe a la evolución de los precios de los bienes de capital, los cuales han tendido a caer de manera relativa en el último tiempo. Esto no sólo ocurre en Chile, sino que es un fenómeno mundial. En cualquier caso, se reafirmó que los datos disponibles son la mejor estimación que se tiene respecto de los precios de los bienes de capital.

Se discutió acerca de eventuales cambios que se estarían registrando en la composición de la demanda agregada y el posible efecto que esto tendría sobre la generación de presiones inflacionarias. Se señaló que las últimas cifras indican que el consumo crece algo más lento, posiblemente producto del inesperado aumento en el precio del petróleo, y la inversión crece más rápido que lo señalado en el último IPoM. Dado que la inversión es más intensiva en importaciones que el consumo, aun cuando el crecimiento de la demanda agregada no presente mayores cambios, la modificación de composición de la misma podría significar efectos distintos sobre los sectores productivos domésticos. En cualquier caso, se señaló que la implicancia de este fenómeno para la inflación proyectada pareciera no ser muy importante toda vez que distintas estimaciones muestran que lo fundamental para explicar las presiones inflacionarias es la diferencia entre

el PIB y el nivel de PIB potencial. Esto último, sin embargo, podría también deberse a la calidad de los datos que no permiten discriminar los diferentes efectos en la inflación de los distintos componentes de la demanda interna.

Se discutió respecto de si la evolución de la inflación subyacente está determinada única y exclusivamente por la brecha producto o si los shocks de costos (petróleo) y las fluctuaciones del tipo de cambio también afectan esta variable. Se argumentó que, dependiendo de lo anterior, las implicancias de política podrían ser distintas.

Respecto de estos temas se señaló, en primer lugar, que los movimientos del precio del petróleo no son inocuos para el ajuste de otros precios relativos en la economía, en particular, para los salarios reales. Estos, por su parte, impactan en el corto plazo en la gestación de presiones inflacionarias subyacentes. Por lo tanto, no resulta evidente la forma de discriminar entre los efectos puros sobre la inflación subyacente de cierres de brechas y de shocks de costos. En segundo lugar, se señaló que lo más importante para que las sorpresas inflacionarias que generan los shocks de costos, aunque sean transitorios, no se pasen a efectos de segunda vuelta es que las expectativas sigan ancladas en torno al 3%.

En cualquier caso, se señaló que hay consenso en que la brecha producto se está cerrando y que la política actual del Banco Central sigue siendo expansiva, justamente para producir tanto el cierre de brechas como que la inflación converja al centro del rango meta en el horizonte de política. El desafío es tratar de reducir esa expansividad a tiempo de manera que la inflación no se desvíe de ese rango.

Finalmente, se discutió respecto del efecto sobre la expansividad de la política monetaria de una sorpresa inflacionaria como la ocurrida en septiembre, en el caso que la tasa de interés nominal se mantenga constante. Al respecto, se señaló que si un shock puntual hace subir la inflación un mes determinado pero no genera aumentos posteriores de la inflación, éste no debiera tener como efecto una mayor expansividad de la política monetaria. En la coyuntura actual, mas allá del aumento de la inflación en doce meses que se va a generar por el aumento puntual del IPC de septiembre, no hay indicaciones de que se vaya a tener más inflación hacia delante. Por lo tanto, esta sorpresa inflacionaria no debiese reducir las tasas reales relevantes y, por esa vía, aumentar la expansividad de la política monetaria.

2. Opciones

En el análisis de opciones el Consejo consideró que con los antecedentes disponibles, era difícil justificar una opción distinta de aumentar la TPM en 25 puntos base.

El comportamiento de la inflación subyacente IPCX1, el aumento gradual de las otras medidas de la tendencia inflacionaria, y el hecho de que las holguras de actividad sigan disminuyendo a una velocidad no muy diferente de la proyectada sustentan la idea de continuar con la estrategia de reducción del impulso monetario. Ello permite aproximar la política monetaria hacia una instancia más neutral, elemento necesario para que la inflación pueda mantenerse anclada a la meta de manera sostenible una vez que cesen los efectos de las brechas de actividad y otros *shocks*. Ahora bien, como siempre, la oportunidad de los ajustes depende crucialmente de la información que se acumule.

En este contexto podría argumentarse que, luego de tres alzas consecutivas en la TPM, y considerando tanto el efecto esperado en la inflación del realineamiento reciente del TCR (en caso de terminar siendo persistente), como del menor ritmo de expansión de la actividad del tercer trimestre, sería posible hacer una pausa. Sin embargo, la inflación del IPC de septiembre de 1%, aunque bastante explicada por factores puntuales y de oferta, amerita alguna reacción de política para justamente prevenir que estos *shocks* den paso a mayores expectativas de inflación, mayor crecimiento de los costos laborales y otros mecanismos de propagación. Evitar aumentar la expansividad de la política monetaria es una acción en este sentido, en particular si se considera que las expectativas de inflación a horizontes intermedios, como un año, han aumentado en torno a 25 puntos base respecto de las prevalecientes hace un mes. Además, cabe mencionar que buena parte del relativamente menor empuje del PIB se relaciona a factores de sectores de recursos naturales que pueden tener un correlato menos evidente con presiones de precios ulteriores. Por el contrario, el gasto interno sigue con una expansión robusta.

Por otra parte, podría argumentarse que un alza más agresiva que 25 puntos base ayudaría a evitar riesgos de desanclaje de expectativas luego de la

mayor inflación observada. Ello, sin embargo, tiene dos inconvenientes. Primero, tiene el riesgo de ser una sobrereacción a un dato puntual de inflación que se explica por factores específicos —cambios de precios de perecibles y combustibles— que no deberían tener por sí mismos un efecto persistente en la tendencia inflacionaria. Incluso, el efecto derivado de los perecibles debería revertirse. A ello se suma el que hay relativamente pocas novedades entre los factores que tienen un efecto más duradero en la inflación (aparte de la velocidad de aumento de los CLU) y el posible efecto contractivo del mayor precio del petróleo sobre el consumo. Segundo, considerando que las expectativas de inflación a mayores plazos no dan muestras de un aumento, un incremento agresivo de la TPM daría cuenta de una reacción de política algo distinta del foco en el horizonte de 12 a 24 meses que se ha desarrollado progresivamente.

Finalmente, considerando que un aumento de 25 puntos base es ampliamente esperado por el mercado, un alza de esa magnitud no debería afectar mayormente la estructura de precios de activos (incluyendo el tipo de cambio) y sería coherente con el alza de tasas de mercado de las últimas semanas.

3. Decisión de política monetaria

Varios Consejeros destacaron las mejores perspectivas de crecimiento de nuestros socios comerciales, que han contribuido en parte a los aumentos en el precio de los commodities. Un Consejero destacó que las mayores presiones inflacionarias en las principales economías desarrolladas han elevado las tasas de interés externas, esperándose aumentos más rápidos en las tasas de política, especialmente en Estados Unidos de América. Otro Consejero señaló que las novedades observadas en el plano externo no debiesen tener un impacto significativo en la economía nacional, mientras otro destacó que el riesgo tanto de la inflación como del crecimiento en las economías industriales ha aumentado.

En el plano interno, se destacó el debilitamiento en el margen observado en el crecimiento de la actividad interna, aunque esto se debería a factores de

oferta. Esta menor expansión llevaría en el escenario más probable a una expansión anual del PIB en la parte baja del rango proyectado en el último IPoM. De los componentes del gasto, algunos Consejeros destacaron que la formación bruta de capital sigue fortaleciéndose por sobre lo proyectado mientras se aprecia cierto debilitamiento en el consumo, hecho que podría estar asociado al mayor precio de los combustibles.

Respecto de la evolución de los precios, todos los Consejeros coincidieron en que la sorpresa inflacionaria en septiembre fue provocada por factores específicos y probablemente transitorios —alza de los combustibles y un shock en los precios de los bienes perecibles—. Sin embargo, varios Consejeros destacaron que no hubo sorpresas en las medidas de inflación subyacente ya que ésta se ha elevado progresivamente en línea con lo esperado.

Un Consejero destacó que los aumentos en los precios de los combustibles afectan no sólo los precios del transporte y combustibles para los hogares y por esta vía la evolución del IPC y del gasto en consumo, sino que también aumentan los costos en producción y el transporte de bienes de las empresas. De esta manera, el efecto acumulado de este shock sería algo más de inflación y un poco menos de crecimiento para los próximos trimestres.

Con relación a factores que inciden en la dinámica futura de la inflación, todos los Consejeros coincidieron en que la apreciación del peso por debajo de lo proyectado en septiembre contribuye a atenuar las presiones inflacionarias y los efectos de segunda vuelta de los shocks mencionados anteriormente. Varios Consejeros señalaron que el mercado laboral mantiene una mezcla de aumentos en el empleo y de costos laborales unitarios contenidos. Esto último, por cuanto el aumento de la productividad está más que compensando el aumento de los salarios. Adicionalmente, un Consejero destacó que si bien la mayoría de las medidas de márgenes no han mostrado cambios respecto a la reunión anterior, el cálculo puntual asociado al margen de alimentos mostró un incremento. Otro Consejero argumentó que la alta inflación de septiembre probablemente se compensaría con menores inflaciones futuras, con lo cual podría no verse afectada la perspectiva de inflación en el horizonte habitual de políticas.

Varios Consejeros destacaron que con la nueva información se vuelve esencial velar porque las expectativas inflacionarias continúen ancladas al centro del rango meta de 3% a diferentes plazos. De lo contrario se correría el riesgo de que la aceleración reciente en la inflación pueda terminar elevando las expectativas de inflación por encima de la meta y por esta vía darle un impulso adicional y más duradero a la inflación. Esto es muy importante porque si las expectativas de inflación están bien ancladas en torno al centro del rango meta el aumento en la inflación que se proyecta para los siguientes meses debiera ser sólo transitorio.

Varios Consejeros señalaron que las novedades no representan cambios significativos en los determinantes de mediano plazo de la inflación, por lo tanto no se justifica un cambio de política. Sin embargo, esto debe seguir siendo monitoreado con cautela en las siguientes reuniones. Todos coincidieron que se debería seguir con la estrategia de gradual retiro del estímulo monetario. Un Consejero señaló que un ajuste de 50 puntos base podría enviar una señal equivocada al mercado que el Banco Central reacciona frente a factores específicos que tienen una incidencia transitoria en la inflación, o bien que el Banco Central tiene información adicional que no conoce el mercado y que es negativa en materia inflacionaria. Finalmente, otro Consejero señaló que este no era el momento para una pausa en la normalización de la política monetaria por cuanto ello podría desanclar las expectativas, pero que no descarta una pausa en el horizonte cercano.

4. Acuerdo

El Presidente señor Corbo, el Vicepresidente señor De Gregorio, la Consejera señora Ovalle y los Consejeros señores Desormeaux y Marfán acordaron por unanimidad aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 4,25% anual.