

Reunión de Política Monetaria

JULIO 2005

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLITICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 80 celebrada el 12 de julio 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 Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; Asesora del Ministerio de Hacienda, doña Bernardita Piedrabuena Keymer; Jefe del Departamento de Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes; Economista Senior de la Gerencia de Investigación Económica, don Claudio Soto Gamboa; Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Síntesis de antecedentes

Desde la última reunión, los riesgos detectados para la actividad interna en el IPoM de mayo continuaron atenuándose. En particular, el consumo privado ha evolucionado dentro de lo previsto, mientras el abastecimiento energético se ha hecho menos estrecho. En tanto, la actividad se mantuvo

dinámica en el segundo trimestre y el crecimiento de la inversión ha seguido sorprendiendo. Con la excepción del precio del petróleo, el entorno externo para la economía chilena continúa favorable. Los efectos de este mayor precio de los combustibles, una volatilidad inusual de los precios de los bienes perecibles y cambios tarifarios apuntan a un escenario de corto plazo de mayor inflación IPC e IPCX que el contemplado en el IPoM. En la inflación del IPCX1 no se han visto sorpresas significativas, y se mantiene el escenario de incremento gradual de la tendencia subyacente de los precios.

Las perspectivas de crecimiento global no han sufrido modificaciones sustanciales, y se mantiene el panorama de disminución gradual del crecimiento global para este año. Coyunturalmente, la economía de Estados Unidos de América continúa dinámica, lo que junto con la sostenida expansión de China compensa la debilidad que se sigue observando en Europa. El precio del petróleo persiste en un nivel elevado, pero los precios del cobre y de otros productos de exportación siguen compensando esto, al menos en lo que se refiere al efecto sobre los términos de intercambio. Las condiciones financieras externas continúan favorables, gracias a las reducidas tasas de interés de largo plazo y la compresión de los *spreads* soberanos. El dólar estadounidense ha continuado apreciándose frente a un conjunto amplio de monedas. Los mercados esperan que la incidencia económica de los atentados del 7 de julio en Londres sea pasajera.

Internamente, se continúa apreciando la expansividad de las condiciones financieras y monetarias. Las condiciones crediticias que enfrentan las empresas siguen siendo claramente expansivas, lo que se ve en el crédito bancario y en las colocaciones de bonos corporativos. Las tasas de interés reales de mediano y largo plazo siguen en niveles reducidos, a pesar de su incremento reciente, mientras los saldos líquidos mantenidos por los agentes siguen altos. Por su parte, las tasas de interés para créditos de consumo y vivienda han tendido a aumentar, mientras que el crédito a personas se ha desacelerado respecto de los altos valores de principios de año. La trayectoria implícita de la TPM en la estructura de tasas de interés nominales de corto plazo se ha acercado a las expectativas de los analistas, confirmando que el incremento de la curva *forward* en meses recientes no era indicativo de un aumento sustancial de la TPM esperada.

Por el lado de la actividad, se ha acentuado la expectativa de un crecimiento económico elevado en el segundo trimestre. A esto han contribuido factores

tanto de demanda como vinculados a sectores de recursos naturales. Por una parte, la actividad industrial ha mostrado una expansión superior a la prevista, mientras los antecedentes coyunturales para el comercio también reflejan un mayor crecimiento de este sector. Por otra, el relajamiento de las restricciones al gas natural y la mejora de las condiciones hidrológicas han empujado al alza el valor agregado generado por el sector energético.

En la evolución de los distintos componentes de la demanda se ve también una mitigación de los riesgos negativos identificados en el IPoM. En particular, el consumo privado ha continuado aumentando dentro de lo esperado. La expansión de la formación bruta de capital fijo en maquinaria, en tanto, sigue sorprendiendo por su intensidad, lo que da pie para contemplar como probable que se dé, en los próximos trimestres, una situación de dinamismo de la inversión mayor al previsto.

El incremento de la ocupación sigue elevado, superior al 4% anual en lo que va de este año. En los últimos trimestres, la tasa de participación se ha mantenido estable, por lo que esta mayor ocupación ha redundado en una disminución importante de la tasa de desempleo desestacionalizada, con lo que se disipa plenamente el anómalo comportamiento de esta variable en parte del año pasado. El dinamismo del mercado laboral se aprecia en la generalidad de los sectores y categorías de ocupación, lo que confirma el diagnóstico de progresivo cierre de holguras en la actualidad.

En lo más coyuntural, este cierre de brechas algo más rápido que el anticipado no ha traído sorpresas significativas de alza en la inflación subyacente IPCX1. En efecto, las distintas medidas de la tendencia inflacionaria continúan mostrando un incremento gradual, en línea con lo previsto. Los costos laborales unitarios continúan contenidos, gracias a que hasta ahora la productividad ha mostrado incrementos que han compensado el aumento de las remuneraciones por hora. Los cambios más significativos en la trayectoria de la inflación de corto plazo responden a la incidencia directa y vía tarifas reguladas del mayor precio de los combustibles, con lo que la inflación anual del IPC ya supera lo previsto en el IPoM. Aunque estas noticias apuntan a una mayor inflación subyacente en el curso del 2006, la magnitud de dicho efecto sigue siendo incierta.

Hacia delante —y en particular en el horizonte de proyección de 12 a 24 meses— además del cierre de holguras que se estaría concretando algo más

rápido que lo previsto, la inflación dependerá de cómo se propaguen al resto de la economía los cambios de precios no subyacentes.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se consignó que si bien la acumulación de existencias es menor que en trimestres previos, el hecho que esta variable aun sea alta y positiva implica que los stocks se siguen acumulando de manera importante. No obstante, en la medida que el consumo se mantenga dinámico es esperable que las existencias disminuyan.

Con respecto a la relación entre los inventarios mundiales de petróleo y de cobre y las proyecciones de los precios respectivos de estos dos *commodities*, se señaló que la reacción de la oferta en el caso del cobre es más rápida que la del petróleo. Esto podría explicar el hecho de que los futuros del precio del cobre estén anticipando una caída en un plazo no muy lejano, mientras los futuros de precio del petróleo mantienen precios altos por un tiempo más prolongado.

Se analizaron las implicancias del aumento de precios específicos del IPC sobre la expansividad de la política monetaria, en particular si ello implica tasas reales relevantes para el gasto más reducidas.

En primer término, se aclaró que para efectos de realizar proyecciones se considera en el cálculo de la expansividad de la política monetaria la trayectoria de precios proyectada hacia delante, y por lo tanto solo contempla la eventual propagación del incremento del precio de algunos bienes puntuales que componen la canasta de consumo.

En segundo término, se discutieron varios aspectos relacionados con el efecto del incremento en el precio del petróleo sobre las decisiones de consumo. En primer lugar, se señaló que la sorpresa sobre este precio ya se registró y, en el escenario central, no se esperan alzas futuras importantes en el mismo. En segundo lugar, en la medida que la canasta del IPC refleje la composición del consumo promedio de los hogares, un aumento en el precio futuro de dicha canasta debería provocar un aumento en el consumo presente por “efecto sustitución”, aun cuando la magnitud de dicho efecto pueda ser pequeña. En tercer lugar, para las implicancias de política es necesario considerar que adicionalmente existen “efectos ingreso”, que en el

caso del precio del petróleo en la actual coyuntura es evidentemente negativo al disminuir el ingreso disponible real de los hogares.

En cualquier caso, se recordó que las proyecciones de mediano plazo presentadas en el IPoM de Mayo suponen una propagación inflacionaria menor a la histórica, lo que concuerda con la propagación observada en los últimos trimestres.

2. Opciones

En el análisis de opciones el Consejo consideró que, en esta ocasión, la decisión más plausible era aumentar la TPM en 25 puntos base y que era difícil justificar una opción diferente.

Se evaluó que las novedades tanto por el lado de presiones de costos como de demanda apuntan hacia mayores presiones inflacionarias en el mediano plazo, lo que reafirma la necesidad de continuar normalizando la TPM y permite descartar la idea de reducir el ritmo de normalización. Incluso, el hecho de que el cierre de holguras parece progresar algo más rápidamente y que hay incertidumbre respecto de la intensidad (y no del signo) de la propagación de los shocks en algunos precios específicos, podría justificar un leve aumento de la velocidad de normalización.

Además, luego de mantener la TPM en la reunión anterior, una segunda mantención consecutiva parece incoherente con la idea de reafirmar un ritmo de normalización pausado.

Por otra parte, era difícil justificar un alza de más de 25 puntos base. Un aumento de magnitud podría señalar un cambio de la estrategia de normalización pausada, estrategia que aún parece coherente con el panorama macroeconómico general.

Desde el punto de vista de los efectos que puede tener la decisión de política en la estructura de tasas y otros precios financieros, se consideró que las expectativas apuntan para esta reunión, en forma casi unánime, a un

aumento de 25 puntos base. Por lo tanto, un aumento de esa magnitud no debería tener mayores consecuencias en dichos precios.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron que la evolución de la economía sigue aproximadamente en línea con el escenario central de IPoM de Mayo, aunque destacaron algunas sorpresas en precios específicos y un dinamismo más acentuado de la actividad y de la demanda interna.

Varios Consejeros consignaron que el entorno externo se mantiene favorable, a pesar de los altos precios del petróleo. Un Consejero destacó el resurgimiento de los riesgos de carácter geopolítico.

Todos los Consejeros señalaron que la actividad muestra un dinamismo algo superior a lo proyectado, lo que se aplica también a la inversión y a las exportaciones. Además, enfatizaron que el mayor dinamismo de la demanda interna ha reducido uno de los factores de riesgo identificados en el último IPoM. Varios consideraron que las brechas de capacidad se estarían cerrando a una velocidad que parece ser algo mayor de la prevista. Un Consejero destacó que el mercado laboral y la creación de empleos también han respondido a este entorno más dinámico, lo cual se ve reflejado en una disminución en la tasa de desempleo en 12 meses.

Los Consejeros coincidieron que la inflación subyacente exhibe un incremento gradual, tal como estaba previsto en el escenario central de proyecciones, siendo la mayor inflación del IPC observada producto de noticias por el lado de los combustibles, las tarifas reguladas, y algunos bienes perecederos. Algunos Consejeros señalaron que estos shocks de oferta no debieran tener efectos adicionales significativos en el tiempo sobre la inflación, aunque otro señaló que estos shocks, junto con el cierre progresivo de brechas de capacidad, podrían aumentar los riesgos que los efectos de segunda vuelta sobre el IPC lleven a la inflación, en el horizonte de política, por sobre el centro del rango meta. Con todo, se destacó que las expectativas inflacionarias para el horizonte de política permanecen ancladas al centro del rango meta, al igual que la compensación inflacionaria de

mediano y largo plazo. Algunos Consejeros destacaron que los costos laborales unitarios permanecen contenidos, al igual que las distintas medidas de márgenes.

Un Consejero destacó que, en el lado financiero, los agregados monetarios y las colocaciones crecen a tasas elevadas y la bolsa alcanza niveles récord.

Todos los Consejeros coincidieron que los antecedentes disponibles no justifican una pausa por dos meses seguidos. Por otra parte, se coincidió que un alza de 50 puntos base en esta ocasión daría cuenta de un cambio en la estrategia de normalización de la política monetaria que se ha seguido hasta ahora, lo cual tampoco parece justificarse, estimándose que es necesario tener más evidencia antes de plantear un cambio en la velocidad de normalización.

Varios Consejeros señalaron que es necesario consignar que el Banco Central estará atento a la evolución de la tendencia inflacionaria y de las variables que la influyen y reiterar el compromiso de conducir la política monetaria de manera de mantener una trayectoria para la inflación esperada en torno a 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

3. Acuerdo

El Presidente señor Corbo, el Vicepresidente señor De Gregorio, la Consejera señora Ovalle y los Consejeros señores Desormeaux y Marfán acordaron de forma unánime aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 3,50% anual.