

Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2004

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

Reunión de Política Monetaria

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 67 celebrada el 7 de septiembre de 2004

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

Asiste también 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, don Miguel Angel Nacrur Gazali; 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; Secretaria Ejecutiva Gabinete Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo; Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Asiste también, especialmente invitada, la Asesora del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

1. Antecedentes

La Gerencia de División Estudios presenta los principales antecedentes para la reunión, que en esta ocasión corresponden a aquellos preparados para el Informe de Política Monetaria de septiembre 2004.

La economía chilena ha continuado fortaleciéndose, en línea con lo esperado en el último Informe de Política Monetaria (IPoM), apoyada por un favorable entorno externo y condiciones financieras en Chile que reflejan el sostenido impulso de la política monetaria. El entorno externo y los mayores términos de intercambio resultantes, junto con una recuperación de la inversión más robusta que lo previsto, compensan la reducción del impulso sobre el consumo que causaría en el corto plazo el alto precio del petróleo. Este mayor precio del crudo, considerado

dentro de los riesgos en el IPoM de mayo, está incidiendo en Chile sobre todo en una mayor inflación, la que se espera se acerque a 3% anual hacia fines de este año, aunque se prevé que su difusión a otros precios será acotada. En este cuadro se proyecta que la inflación del IPC llegue hasta cifras de entre 3% y 3,5% durante parte del 2005, para luego descender hasta tasas por debajo de 3% hacia fines del horizonte habitual de proyección, 24 meses. Con ello quedaría atrás el período de inflación indeseadamente baja de los últimos trimestres. Se espera que la inflación subyacente, que ha seguido hasta ahora una trayectoria aproximadamente dentro de lo previsto, se ubique en torno a 3% hacia fines del horizonte de proyección, debido al persistente cierre de holguras de capacidad y de forma coherente con una reducción gradual del marcado impulso monetario actual. Así, en su reunión de política monetaria de septiembre, el Consejo estimó apropiado aumentar la tasa de política en 25 puntos base, gracias a la favorable evolución y buenas perspectivas que muestran la actividad y el gasto.

Se espera que los socios comerciales de Chile, luego de expandirse en promedio en torno a 4,5% durante el 2004, moderen su crecimiento a tasas del orden de 3,5% anual durante el próximo año, lo que de todos modos superaría el promedio de las últimas décadas. La consolidación de un vigoroso crecimiento mundial, las turbulencias en el Medio Oriente y la incapacidad de la OPEP y otros productores de petróleo de incrementar su producción han configurado un cuadro de inusitada estrechez entre oferta y demanda de crudo y riesgos asociados al suministro, que se ha manifestado en mayores precios efectivos y esperados para el petróleo. Así, en el escenario base se espera que el precio del crudo Brent se ubique en torno a US\$ 37 por barril este año y US\$ 34 el próximo, tendiendo a US\$ 28 solo en el largo plazo, cifras bastante por encima de las proyectadas en el IPoM de mayo. A pesar de ello, los términos de intercambio para Chile continúan altos, gracias a precios de exportación —en particular del cobre— por sobre los previstos hace unos meses. En la actualidad se espera un precio promedio de la libra de cobre de US\$ 1,26 para este año y US\$ 1,15 para el próximo. Las condiciones de financiamiento externo de las economías emergentes continúan siendo muy favorables, aunque cabe esperar que los premios soberanos (spreads) aumenten levemente en coherencia con la normalización del impulso monetario en las principales economías.

En Chile, el impulso expansivo de la política monetaria ha continuado transmitiéndose por los diversos canales financieros. Los créditos destinados a los hogares, esto es, consumo y vivienda, han continuado acelerando su ritmo de crecimiento. Los créditos bancarios dirigidos a empresas, que hasta principios de año se encontraban relativamente rezagados, han mostrado una aceleración, especialmente aquellos de montos intermedios y grandes, coincidiendo con el repunte de la inversión. Otras alternativas de financiamiento dirigidas a empresas de menor tamaño, como leasing y factoring, también muestran un mayor dinamismo. En el mercado de renta

fija, las tasas de interés de largo plazo se han mantenido relativamente estables, e incluso han disminuido levemente desde mayo a la fecha. Las empresas de mayor tamaño han continuado colocando bonos y efectos de comercio en el mercado local, y algunas de ellas han aprovechado la positiva evolución de los precios accionarios para realizar nuevas emisiones de acciones. En lo que respecta al dinero y otros pasivos monetarios, los diversos agregados muestran, después de varios años, una aceleración simultánea de sus tasas de expansión.

Desde mayo y hasta hace algún tiempo, el peso permaneció en un nivel algo más depreciado de lo que estaba implícito en las proyecciones del IPoM anterior. Esta depreciación coincidió con una reacción similar de los precios de otras monedas y activos de países emergentes, ante la posibilidad de un aumento más rápido de las tasas de interés en Estados Unidos de América. Más recientemente, estos movimientos se han revertido ante la moderación de estas expectativas. En todo caso, se estima que el valor del tipo de cambio real coherente con los niveles de largo plazo de sus variables fundamentales continúa siendo algo inferior al que prevalece actualmente.

La economía chilena sigue acomodando bien las implicancias del actual entorno macroeconómico, lo que incluye un aumento —transitorio en parte— de los términos de intercambio. Ello se aprecia en mayores tasas de crecimiento del gasto interno, junto con una sustancial mejora de las cuentas externas.

En este sentido, la dinámica del ingreso disponible privado, una de las variables más relevantes para la trayectoria del consumo, se ha visto principalmente afectada por el incremento del precio de los combustibles (mientras que el mayor precio del cobre tiene incidencia principalmente en el ingreso del sector público y en el pago a factores extranjeros), lo cual incide especialmente en los hogares con acceso restringido al crédito. Lo anterior lleva a anticipar que, de no observarse una caída significativa en el precio del petróleo, durante el segundo semestre de este año las cifras de consumo no continuarán con la dinámica de aceleración observada en los últimos trimestres, condición que ya se aprecia en algunas medidas de consumo durable.

Aunque las cifras de desocupación del INE para el primer semestre mostraron un incremento más allá de su habitual estacionalidad, por ahora no es evidente que en su conjunto la información del mercado laboral sea incoherente con el mayor ritmo de crecimiento económico y el nivel de los costos laborales. El incremento de la desocupación y el relativo estancamiento del empleo total nacional medido por el INE se asocian básicamente a un menor empleo por cuenta propia y a menores niveles de ocupación en la agricultura. Por el contrario, el empleo asalariado —sustancialmente más sensible al ciclo económico que el empleo por cuenta propia— está mostrando tasas de crecimiento anuales no observadas desde hace varios años. Este

comportamiento del empleo asalariado se aprecia en otras mediciones, tales como el número de afiliados a la Asociación Chilena de Seguridad y el índice de vacantes. La encuesta de la Universidad de Chile, en tanto, da cuenta de un panorama del mercado laboral más propicio.

Así, más allá del efecto que tenga la trayectoria del precio de los combustibles sobre el consumo privado, efecto incorporado en las perspectivas de este IPoM de septiembre, no se espera que a raíz del actual comportamiento del mercado laboral el gasto de los hogares muestre señales de debilidad adicionales que induzcan una desaceleración más sustantiva y persistente de la actividad interna hacia el 2005 y el 2006. Este asunto, en todo caso, debe seguirse con particular cuidado en los trimestres venideros.

El gasto público sigue enmarcado en la regla de superávit estructural, mientras los ingresos han aumentado de manera relevante por la mejora en el precio del cobre y el repunte de la economía. En su conjunto, estos hechos producen un incremento en el ahorro público, esperándose que la tasa de ahorro nacional durante este año sea un par de puntos superior a la de años previos. Hacia el 2005, las proyecciones contenidas en este IPoM suponen que se mantiene la regla de superávit estructural, incluyendo la revisión reciente de parámetros para el crecimiento de tendencia y el precio del cobre de largo plazo.

Durante el segundo trimestre de este año la inversión retornó más rápido de lo previsto a una senda coherente con el impulso macroeconómico, caracterizado por buenas condiciones externas y una política monetaria expansiva. En particular, las importaciones de bienes de capital se encuentran en sus niveles más altos desde 1998, y la información de la Corporación de Bienes de Capital revela expectativas más favorables hacia delante. Esto es congruente con otras medidas de expectativas y con la rentabilidad corporativa, sobre todo de empresas orientadas a los mercados externos. Esto, junto con una tendencia de crecimiento de la inversión superior a la del 2003, permite anticipar que este año la tasa de inversión en moneda constante con respecto al PIB alcance a 24%, la mayor de los últimos cinco años.

Las exportaciones e importaciones han estado creciendo a tasas por sobre lo esperado en mayo. En el caso de las primeras, su valor esperado anual supera los US\$ 30 mil millones, con un saldo comercial positivo importante. Así, se espera que este año el superávit en cuenta corriente alcance entre 2,5% a 3% del PIB, superior al previsto hace algunos meses. Los volúmenes exportados e importados también mantienen un importante dinamismo, en particular los industriales y mineros, aunque el crecimiento de estos últimos ha sido afectado de manera transitoria por los fuertes incrementos de capacidad productiva y la reducción de existencias de las empresas del sector.

En el segundo trimestre del año la actividad industrial continuó creciendo a un ritmo del orden de 5% anual. Este mayor dinamismo obedeció tanto al desenvolvimiento de sectores productores de bienes de consumo desde mediados del año pasado como a mejores resultados en sectores ligados a recursos naturales, especialmente pesca y celulosa. En el segundo trimestre, la actividad de la minería creció menos que lo esperado, aunque por factores que se estiman transitorios. Cabe destacar que la restricción de gas natural proveniente de Argentina entre junio y agosto ha sido casi 70% menor que la considerada en el IPoM de mayo, y en lo más reciente virtualmente ha desaparecido.

La economía se encamina entonces a una tasa de expansión del PIB de entre 5% y 5,5% para este año, con un crecimiento del gasto interno similar al del PIB. Hacia el 2005, varios factores se conjugan para determinar el panorama de crecimiento. En primer lugar, el ritmo de recuperación mundial se atenuará en cierta medida, después del fuerte repunte que mostró durante este año. En segundo lugar, la persistencia del precio del petróleo Brent en niveles más elevados, como los considerados en las proyecciones de este IPoM de septiembre, incidirá en el crecimiento agregado, fundamentalmente por su impacto en el consumo. En tercer lugar, se estima que el impulso de las condiciones monetarias expansivas continuará incidiendo en las decisiones de gasto privadas. Por último, la normalización de la inversión reafirma el escenario macroeconómico de crecimiento sostenido. Por lo tanto, cabe esperar que en el curso del próximo año la economía chilena alcance tasas de expansión de entre 4,5% y 5,5%, con un crecimiento del gasto interno en torno a un punto por encima de esas cifras. Este escenario de crecimiento no es muy distinto del esperado en distintas proyecciones privadas, incluyendo la encuesta de expectativas del Banco Central y las de analistas reportados en Consensus Forecasts. El saldo de la cuenta corriente se espera que sea algo más superavitario que lo previsto en mayo, gracias al repunte algo mayor del ahorro nacional en comparación con la inversión, de lo que se desprende un superávit entre 2,5% y 3% del PIB para este año y alrededor de 1% del PIB para el próximo. Ello es coherente con un elevado saldo comercial, en torno a US\$ 9 mil millones este año y entre US\$ 6 y US\$ 7 mil millones el próximo.

Para la realización de estas proyecciones se consideró una trayectoria de tasas de interés que tiene asociado un impulso monetario que declina gradualmente en los próximos años, de manera coherente con el logro de la meta de inflación centrada en 3% y que es comparable a la trayectoria que se deduce de los precios de activos financieros. Se considera en el escenario base una leve apreciación del tipo de cambio en los próximos dos años, desde los niveles observados en los últimos diez días. Estos supuestos de trabajo son coherentes con la situación actual y esperada de la coyuntura con la información disponible al momento de realizarse este IPoM, pero no constituyen un compromiso sobre la trayectoria futura de la política monetaria.

Factores como la propia evolución de la inflación, del crecimiento, y de algunos precios claves, irán modificando las proyecciones de inflación en el horizonte habitual de política y, por esa vía, el curso de la política monetaria.

Las perspectivas para el crecimiento de tendencia de la economía chilena se han mantenido. Las preocupaciones expresadas hacia principios del 2003, en términos de que la productividad total de factores y la productividad del trabajo mostraban tasas de crecimiento muy débiles o incluso caídas, se han tendido a despejar. Específicamente, el fuerte incremento de la ocupación por cuenta propia observado en el 2003, que contaminó las mediciones de productividad, fue efectivamente un fenómeno transitorio. Adicionalmente, el repunte de la inversión y el componente cíclico de la productividad total de factores deberían favorecer un incremento de la tasa de expansión de la capacidad productiva en el corto plazo. De esta manera, se espera que en el curso de los próximos dos años el crecimiento de tendencia de la economía chilena transite desde cifras en torno a 4% hasta algo menos de 5%. No se espera que el incremento del precio de los combustibles en los mercados internacionales tenga una incidencia relevante en la evolución de la capacidad productiva en el corto plazo. Así, las holguras de capacidad prevalecientes deberían disiparse progresivamente.

Este proceso de cierre de brechas de capacidad, acompañado de una gradual disminución de las tasas de desocupación, es uno de los elementos centrales que subyacen tras las proyecciones de inflación de mediano plazo de este IPoM. También influirá de manera decisiva lo que suceda con los costos laborales. En la actualidad se espera que la inflación subyacente IPCX1 continúe aumentando a un ritmo similar al que se ha visto en lo que va de este año. En efecto, desde mayo a la fecha, los distintos indicadores de inflación y sus medidas subyacentes dan cuenta del fin del período de inflación indeseablemente baja, y de un proceso de retorno al rango meta, disipando uno de los riesgos identificado a fines del año pasado. La variación del IPCX1 ha aumentado a un ritmo algo menor que el esperado en el IPoM anterior, pero los indicadores de tendencia muestran de todos modos un incremento, tanto excluyendo efectos estacionales como a través del cálculo de medias podadas (medida de la inflación de tendencia basada en un subconjunto de bienes que omite valores extremos).

En lo más reciente, las principales novedades han provenido del efecto sobre la inflación del IPC del fuerte incremento del precio de los combustibles, el que incidirá en aproximadamente un punto de mayor inflación para fines de este año. Aunque en principio estas noticias corresponden a shocks de costos con efectos de una sola vez en los precios, debido a la magnitud y persistencia del mayor precio del petróleo la trayectoria de la inflación tendrá un incremento hacia principios del próximo año, respecto de lo proyectado algunos meses atrás.

En primer lugar, debido a los mecanismos de reajuste salarial y de otros precios, parte de los mayores registros inflacionarios del IPC se traspasarán gradualmente a los costos y algunos precios específicos. Aunque la productividad del trabajo sigue en una senda de mayor crecimiento, se estima que hacia el 2005 y el 2006 se apreciarán mayores presiones por el lado de los costos laborales unitarios en su conjunto. En segundo lugar, el mismo incremento de los costos importados, debido al mayor precio de los combustibles y, en general, a las mayores cifras de inflación mundial previstas para esos años, también contribuirá a incrementar las presiones de costos subyacentes. Finalmente, los márgenes de comercialización han dejado de comprimirse, e incluso en algunos componentes más vinculados con las condiciones internas de oferta y demanda, se aprecia una recuperación desde principios de año, la que se espera que continúe.

Más allá de la persistencia efectiva que experimente el incremento del precio del petróleo, la magnitud de su propagación a la inflación subyacente deberá ser monitoreada con cuidado en los trimestres venideros. Dicha magnitud depende del grado de indización efectiva o reacción automática que muestren las remuneraciones nominales a la inflación pasada, la reacción de la inflación esperada, así como de la capacidad de adaptación de los márgenes del comercio frente al mayor precio de los combustibles. En el escenario de proyección que se presenta se considera que en la actualidad la economía chilena muestra algún grado menor de indización con relación al pasado, y que los márgenes de comercialización pueden absorber de manera transitoria parte del aumento de los costos importados.

Con todo, la inflación del IPCX1 promediará en el horizonte de proyección en torno a 3%, mientras que, en promedio, la inflación del IPCX y del IPC alcanzará a algo menos de 3% anual. Esto es coherente con una convergencia de la tendencia inflacionaria del IPCX1 desde las actuales tasas instantáneas de 2% hasta cifras por encima de 3,5%, que luego tenderán gradualmente a 3% en el curso del 2005 y el 2006. Esta evolución de la inflación, anclada en 3%, resulta de proyecciones fundadas en los diversos supuestos del escenario base, en particular los referidos a la trayectoria del impulso monetario y a la transmisión acotada del incremento del precio de los combustibles a inflación subyacente. Adicionalmente, como supuesto de trabajo no se ha considerado que la reducción de jornada aumente los costos laborales, pues no se dispone de información que sea indicativa de la manera como el sector productivo se ha ido preparando o como reaccionará cuando se aplique esta modificación legal.

La inflación esperada que se deduce de la encuesta de expectativas del Banco Central y de Consensus Forecasts, así como de la compensación inflacionaria implícita en los diferenciales entre tasas nominales y reajustables, se encuentra en o bajo 3% anual a diversos plazos.

Aunque las condiciones siguen siendo favorables, la economía continúa expuesta a escenarios de riesgo que pueden llevar a que las cifras de inflación y crecimiento de la actividad difieran de las incluidas en el escenario base de este IPoM de septiembre. Por un lado, en el entorno externo destaca la incertidumbre respecto de la evolución tanto de corto como de largo plazo del precio del petróleo, la que se vincula a fenómenos difícilmente predecibles, tales como turbulencias en el Medio Oriente y eventuales aumentos futuros en la capacidad de producción. Además, el impacto de la trayectoria supuesta del precio del petróleo puede ser más intenso sobre el ritmo de actividad global y/o la inflación en las principales economías, con implicancias sobre política monetaria en el mundo desarrollado que no son fáciles de prever. Adicionalmente, los desequilibrios fiscales y externos de las principales economías han persistido, lo que mantiene vigente la posibilidad de ajustes bruscos que introduzcan grados adicionales de volatilidad en los mercados financieros internacionales. En particular, los riesgos para el escenario central se podrían ver amplificados por una sobrerreacción de los agentes ante un ciclo inesperadamente más pronunciado al alza de tasas de interés en EE.UU., afectando de manera más significativa a las economías emergentes más endeudadas.

Con relación a la actividad interna, los riesgos más destacables se relacionan con la forma en que el consumo y la inversión sigan evolucionando en el corto plazo. Por un lado, hasta ahora se ha considerado que la incidencia del mayor precio de los combustibles en el consumo sería limitada, y que la evolución reciente del mercado laboral no introduce riesgos en las expectativas de los hogares. Ambos aspectos deben ser evaluados cuidadosamente en los trimestres que vienen. Por otro lado, el repunte de la inversión ha sorprendido, pero por ahora se considera que constituye una normalización más pronta de lo previsto, sin que ello signifique que hacia los próximos años la formación bruta de capital vaya a mostrar tasas respecto del PIB sustancialmente superiores a las que se estiman para este año. No obstante, es posible que este componente del gasto muestre una respuesta más intensa que la esperada frente a las actuales condiciones monetarias expansivas y al positivo cuadro macroeconómico externo e interno.

Finalmente, en el escenario base de proyección se ha supuesto que la propagación hacia la inflación subyacente del incremento de los precios de los combustibles será acotada. La magnitud efectiva que tenga este traspaso solo se dilucidará a medida que transcurra el tiempo, en particular a partir del comportamiento de los salarios, de las expectativas inflacionarias y de la inflación misma. De modo similar, solo con el paso del tiempo se observará el efecto, si es que lo hay, del cambio en la jornada laboral sobre el cuadro macroeconómico en Chile.

2. Opciones

El Presidente solicita a la División de Estudios que presente las opciones de política monetaria.

2.1. Presentación de opciones

En la reunión de política monetaria de agosto, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75% anual. Para ello se consideró, al igual que el mes anterior, que la actividad continuaba fortaleciéndose, con cifras especialmente positivas por el lado del comercio exterior y de la inversión. Además, la inflación subyacente seguía aumentando gradualmente en una trayectoria similar a la prevista, aunque la inflación llegaría a 3% antes de lo esperado en el IPoM anterior, reflejando el nivel y persistencia del precio del petróleo. Se comunicó que, dada la información disponible, se acercaba el momento en que sería necesario reducir el marcado estímulo monetario, de manera de compatibilizar el mayor dinamismo económico con una trayectoria esperada para la inflación en 3% anual, en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

Desde la última reunión, las principales noticias son las siguientes:

- La inflación del IPC estuvo una décima por encima mientras la inflación subyacente IPCX1 estuvo dos décimas por debajo de lo esperado hace un mes. La incidencia de algunas tarifas reguladas específicas explica la primera sorpresa.
- La actividad mundial del segundo trimestre, influida especialmente por Estados Unidos de América y Japón, ha mostrado un crecimiento menos acentuado que en trimestres anteriores, con lo que se reafirma la idea de que la Reserva Federal aplicará una normalización pausada de la tasa de interés de política. A ello también han contribuido datos moderados de inflación subyacente. En ese entorno han disminuido las tasas de interés internacionales de largo plazo, principalmente en Europa y Estados Unidos de América, mientras los spreads de las economías emergentes se han seguido reduciendo. En lo más reciente, los indicadores del sector real de Estados Unidos de América han sido más positivos.
- El precio del petróleo ha disminuido marginalmente hasta niveles de US\$ 40-US\$ 41 desde US\$ 42- US\$ 43 observados justo antes de la última reunión pasada, luego de haber llegado hasta US\$ 45 hace un par de semanas. El precio del cobre, en tanto, se ha mantenido en el rango US\$ 1,25-US\$ 1,30 por libra en las últimas semanas, marginalmente por debajo de los niveles observados hace un mes.

- Las condiciones financieras en Chile siguen reflejando la política monetaria expansiva, al tiempo que los agregados monetarios muestran un dinamismo creciente, en particular los agregados más amplios y el crédito. El precio de las acciones en la bolsa de comercio también han mostrado un elevado crecimiento. Desde la última reunión, considerando el promedio de los últimos tres días, el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio multilateral han disminuido 2,4% y 2,2%, respectivamente, con lo que el tipo de cambio real se ubica cerca de la trayectoria esperada en el IPoM de mayo.
- Los indicadores de actividad continúan mostrando la progresiva consolidación del mayor crecimiento. En el mercado laboral, las cifras más recientes siguen entregando un panorama mixto, aunque continúan siendo coherentes con la hipótesis de que la debilidad advertida en los últimos meses ha sido causada básicamente por vaivenes en el empleo por cuenta propia, sin tener implicancias de primer orden sobre la dinámica del consumo. De hecho, a pesar del relativamente elevado desempleo medido por el Instituto Nacional de Estadísticas, el Índice de Percepción Económica de Adimark repuntó en el último mes, recuperando un nivel similar al de tres meses atrás. En este cuadro el Indicador Mensual de Confianza Empresarial, que mide expectativas empresariales, también mostró registros más positivos.
- La determinación de los supuestos estructurales para la confección del presupuesto fiscal del 2005 permiten anticipar un aumento del gasto fiscal de entre 1% y 1,5% por encima del proyectado para este año.

Las proyecciones de inflación preparadas para esta reunión y el IPoM de septiembre señalan que, en el escenario base, y suponiendo una propagación del shock petrolero menor a la histórica, un efecto no perceptible de la reducción de la jornada laboral sobre los costos unitarios y una gradual normalización de la política monetaria en los próximos trimestres, la inflación se ubicaría cerca de 3,5% durante el primer semestre del próximo año, para luego declinar hasta cerca de 2,5% a fines de horizonte de proyección.

Con los antecedentes acumulados y estas proyecciones, las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o aumentarla, posiblemente en 25 puntos base.

Al igual que en los últimos meses, no hay antecedentes que justifiquen la opción de rebajar la tasa de interés.

Es posible justificar la opción de aumentar la tasa de interés a partir de la ratificación del escenario de progresivo cierre de holguras de capacidad en los próximos

trimestres y del gradual aumento de la inflación, total y subyacente, desde los niveles indeseadamente reducidos de comienzos de este año. En ese cuadro, y de acuerdo a las proyecciones preparadas, se hace necesaria una reducción gradual del impulso monetario en los próximos dos años. Si bien es posible distribuir o dilatar un cambio del impulso monetario en el tiempo, ello puede implicar una secuencia de alzas que se torne cada vez más pronunciada en caso de no ocurrir novedades que modifiquen el escenario base. Así, un primer fundamento para aumentar la tasa de política monetaria en esta reunión es evitar incrementar la velocidad de esta secuencia implícita de ajustes necesarios para mantener la inflación en torno a 3%, velocidad que no es menor comparada con otras experiencias de cambios de política monetaria. Adicionalmente, y como se ha argumentado en análisis previos, desde el punto de vista de la volatilidad de las tasas de interés, es menos costoso reducir esta velocidad de ajuste en el evento de que éste comience demasiado temprano, que aumentarla en el caso contrario.

También, se puede justificar un alza de la tasa de interés como una acción preventiva ante el riesgo de que la inflación se ubique por encima de lo proyectado, considerando el sesgo que presenta el balance de riesgos. En efecto, a partir de la credibilidad que tiene el marco de metas de inflación en Chile, en el escenario base se ha supuesto una propagación del shock petrolero menos intensa que la histórica. Así, se podría argumentar a favor de aumentar la tasa de política monetaria en esta reunión como forma de enfrentar el riesgo de que esta propagación sea mayor, y como una acción que, justamente, ayude a validar esta menor propagación, reafirmando el compromiso del Banco Central con la meta de inflación. Con todo, también se podría señalar que, dado que la inflación aún está por debajo del piso del rango meta, antes de tomar una acción de política preventiva, existe espacio para precisar mejor la persistencia del shock y la intensidad efectiva de su propagación, en particular su efecto en las expectativas de inflación y en la dinámica salarial.

Por otro lado, se puede justificar la opción de mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual, argumentando que es aún prematuro iniciar el proceso de normalización de política monetaria, si se considera que es necesario contar con mayor información que termine de validar el panorama de progresivo cierre de holguras. Ello, como se ha analizado en otras oportunidades, podría ser particularmente importante para el primero de una posible secuencia de aumentos de tasas de interés. En esta ocasión pueden mencionarse la reducida (de hecho negativa) inflación mensual del IPCX1 de agosto —lo que podría señalar presiones inflacionarias menores que las previstas— y el panorama aún no consolidado que presenta el mercado laboral como indicio de que podría ser adecuado esperar obtener más información. Considerando las “partidas falsas” que ha mostrado la economía en los últimos años, podría evaluarse como relativamente costoso un alza prematura de la tasa de interés.

Sin embargo, también cabe notar que esperar a que todos y cada uno de los indicadores validen de manera persistente el cierre de holguras y la normalización de la tendencia inflacionaria, para recién entonces reducir el marcado impulso monetario, es una estrategia que arriesga que la política monetaria se ubique “detrás de la curva”. Así, aunque esta espera minimiza el riesgo de una reacción apresurada, incrementa el riesgo de acciones muy agresivas en el futuro. Adicionalmente, la sola mantención de la tasa de política monetaria de hecho aumenta la expansividad de la política monetaria con el transcurso del tiempo en un escenario de normalización de la inflación.

2.2. Análisis y comentarios de las opciones

El Presidente ofrece la palabra para comentarios

Un participante señala que luego de la revisión de la evolución reciente de la coyuntura y proyecciones se puede concluir que el riesgo deflacionario avizorado a comienzos de año ha quedado atrás, y que las perspectivas son de una convergencia de la inflación al 3%. Por el lado del crecimiento, se indica que los datos señalan que el impulso monetario y de las condiciones externas han sido muy efectivos para acelerar el crecimiento de la economía hasta un nivel en torno al 5%, lo que significa que se están reduciendo las holguras de capacidad productiva. Adicionalmente, se indica que el impulso monetario y financiero está aumentando como consecuencia de la operación de los aceleradores financieros característicos del ciclo económico, particularmente por el efecto directo del aumento de las expectativas de inflación sobre las tasas reales. En este contexto, se estima necesario comenzar un proceso de normalización del impulso monetario, cuyos riesgos quedan cubiertos porque el impulso monetario aún es sustancial.

Otro participante comparte la visión de que eventualmente habrá que disminuir la expansividad de la política monetaria, de modo que la disyuntiva se refiere al momento apropiado para hacerlo. Para ello, se considera que hay que tomar en cuenta que el cierre de brechas se está dando de manera bastante gradual; y que se mantienen expectativas de inflación y de crecimiento de salarios coherentes aún con inflación por debajo del centro del rango meta. Finalmente, en el último mes la inflación subyacente ha sorprendido a la baja y sigue por debajo de la meta. De ello se concluye que, sin perjuicio de la consolidación por el lado de las cifras de actividad, no se aprecian señales de presiones inflacionarias por el lado de las cifras de precios, de salarios o de expectativas de inflación, que justifiquen hacer un ajuste de la tasa de interés ahora.

Otro participante indica que la decisión de subir 25 puntos base o mantener no es una disyuntiva dramática, pues los riesgos en una u otra dirección son acotados. Se

señala que, no obstante, es posible que el cierre de brechas se esté produciendo con alguna menor velocidad que la supuesta, o que en el cuadro presentado es posible que el fortalecimiento del peso sea algo más marcado de lo implícito en las proyecciones. Sin embargo, se entiende que aún aumentando la tasa de política monetaria en 25 puntos base, 2% todavía constituye una tasa estimulativa y claramente inferior a cualquier conjetura sobre la tasa neutral de largo plazo. Se indica, finalmente, que es importante dar pistas respecto de la política monetaria en el futuro, esto es, si en el caso de que se de un aumento de la tasa de política monetaria en esta reunión ello permite ganar tiempo para esperar o si ello constituye nada más que un paso, dentro de muchos, que se darán con relativa cercanía.

El Presidente ofrece la palabra a los Consejeros para analizar las opciones presentadas y proceder a la votación.

Varios Consejeros analizaron las implicancias del incremento en el precio del petróleo. Uno precisó que la respuesta de política frente a un aumento del precio internacional del petróleo no es evidente, pues dicha respuesta depende de cuán permanente o transitorio sea dicho incremento, de los mecanismos de propagación, y del estado del ciclo económico. Otro señala que las implicancias inflacionarias de este aumento serían acotadas bajo el supuesto crítico de que el grado de propagación del shock petrolero es inferior al histórico, y esto, naturalmente, fundado en el hecho que el Banco Central goza de una credibilidad que ha ido creciendo en el tiempo. Otro destaca que, al igual que en episodios de anteriores fluctuaciones, es muy difícil establecer con claridad la persistencia de estos altos precios, dependiendo además la magnitud de su propagación y su impacto en la inflación en efectos de segunda vuelta que es necesario monitorear rigurosamente.

Varios Consejeros destacaron el panorama favorable de la actual coyuntura de actividad y gasto. Se señala que las fuerzas detrás de la recuperación de la economía continúan manifestándose, en particular, en la inversión y el consumo de durables, los indicadores de confianza empresarial y de hogares, mientras que la debilidad del mundo en el segundo trimestre parece haber quedado atrás, y se sostienen elevados precios de exportaciones. También concluyen que el conjunto de la evidencia y proyecciones muestra un cierre paulatino de la brecha de actividad y consolidación de un escenario de progresiva aceleración del crecimiento. Adicionalmente, un Consejero destaca que la política fiscal va a tener un grado de dinamismo mayor el año 2005 en relación al año actual.

Varios Consejeros indican que lo que parece relativamente evidente es que, frente a mayores presiones de demanda sobre la inflación, se requiere de una reducción en el impulso monetario, en particular si dicho incremento de la inflación de hecho reduce las tasas de interés reales. Uno además destaca que la progresiva reducción

de la brecha de capacidad aumenta el riesgo de que en los próximos trimestres la inflación se aleje en forma sostenida del rango meta, lo que dado los rezagos habituales con que cambios en la política monetaria afectan las brechas y la inflación, es apropiado iniciar ahora la reducción del pronunciado estímulo monetario que se introdujo hace algunos meses. Recuerda que dicho estímulo se justificaba cuando existía un alto riesgo que la inflación se mantuviera muy por debajo de la meta por un período pronunciado de tiempo, riesgo que ya no está presente.

Un Consejero señala que si bien ha continuado el progresivo cierre en las holguras de capacidad, es aún difícil establecer un juicio claro en cuanto a la velocidad y persistencia de este cierre, lo que se confirma en que el incremento del empleo asalariado no está siendo acompañado por una reducción de la tasa de desempleo. Otro Consejero indica que aunque el mercado del trabajo ha mostrado cifras más bien flojas, se espera que la tasa de desocupación desestacionalizada inicie una trayectoria descendente.

Varios Consejeros destacaron que el riesgo más importante es errar en un incremento tardío de la tasa de política, puesto que dicha postergación podría eventualmente conducir a presiones por un ajuste más severo e indeseable en el futuro. Un ajuste de este tipo traería costos en credibilidad y en actividad económica, lo que no permite que se cumpla la meta de inflación con los menos costos posibles, no siendo coherente con que la economía se encuadre en un proceso de crecimiento estable. Asimismo, no incrementar la tasa en el escenario de normalización que presenta el IPoM de septiembre, y dados estos riesgos, sería algo difícil de entender por parte del mercado.

Adicionalmente, algunos Consejeros señalan que un alza de la tasa de política monetaria se justifica porque se está en presencia de un balance de riesgos para la inflación sesgado al alza, por lo que un aumento oportuno permite cautelar la credibilidad del Banco Central, asegurar que la propagación del shock petrolero sea efectivamente acotada, y disminuir la probabilidad de ocurrencia de otros riesgos que incrementarían eventualmente la inflación.

Un Consejero destacó que existen riesgos asociados a un alza de tasas en la reunión de hoy, pero que dichos riesgos no son los más significativos, debido a que el panorama macroeconómico general sigue siendo coherente con lo previsto y que la tasa de interés seguirá siendo muy expansiva. En caso de que efectivamente se decida subir la tasa, y las presiones inflacionarias no se materialicen, la solución es mantener la tasa baja y postergar futuras alzas, lo que es un riesgo fácil de enfrentar. Adicionalmente, se señala que es extremadamente improbable que se deba revertir una moderada alza de tasas, lo que en meses anteriores parecía más probable.

Por el contrario, otro Consejero estimó que los costos de equivocación por una partida falsa podrían ser mayores que los costos de esperar por más antecedentes. Aunque en el comunicado de la reunión del 12 de agosto se anunció que se acercaba el momento en que sería necesario reducir el marcado estímulo monetario, ello no necesariamente implica validar este anuncio en la reunión de hoy. Indica que los costos laborales, variable clave en la inflación de mediano plazo, siguen mostrando expansiones muy moderadas, mientras que el tipo de cambio tampoco debería empujar de manera considerable a los costos. Si adicionalmente se constata que las expectativas de inflación continúan ancladas en 3% a diversos plazos, se acota la posibilidad de que la inflación alcance niveles inconsistentes con nuestro objetivo inflacionario. Esto lleva a que, el conjunto de antecedentes coyunturales presentados por la Gerencia de División Estudios, comparados con la reunión de agosto, en la que se decidió la mantención de la TPM, son similares y en cierta forma más favorables en lo que se refiere a riesgos de presiones inflacionarias. En todo caso, este Consejero hace presente que está completamente de acuerdo en que es necesario iniciar el periodo de normalización de la tasa de política monetaria, sólo difiere en la oportunidad de su comienzo. Considera, que en esta ocasión, dado que la opción de alza de 25 puntos base de la TPM tiene un efecto muy poco significativo en las cifras pero sí tiene un efecto señal importante, es apropiado esperar por más antecedentes para no equivocar el diagnóstico ni la decisión de política, ya que cuando se decida aumentar la tasa se marcará un cambio de signo definitivo en el impulso monetario.

3. Acuerdo

El Consejo acuerda aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base, hasta 2% anual, con los votos de su presidente Sr. Corbo, de su vicepresidente Sr. de Gregorio, y de los Consejeros Srs. Desormeaux y Marfán. La Consejera Sra. Ovalle manifiesta su decisión de mantener la tasa referida en 1,75% anual.