

Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2005

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLITICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 83 celebrada el 8 de septiembre 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, don Miguel Angel Nacrur Gazali; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; 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 Mercados Financieros, don Beltrán De Ramón Acevedo; 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; Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

Los antecedentes acumulados desde el cierre estadístico del IPoM muestran un panorama mixto. En primer lugar, la actividad económica ha sorprendido a la baja en el corto plazo, a la vez que el precio de los combustibles ha sorprendido nuevamente al alza con fuerza. Ambos aspectos, en todo caso, se estima que tendrían componentes transitorios. En segundo lugar, el gasto interno y el empleo continúan mostrando un sostenido dinamismo, y mientras la inflación subyacente y los costos laborales unitarios no marcan cambios de tendencia significativos, la

mayoría de las medidas de la tendencia inflacionaria continúan aumentando gradualmente.

En el escenario externo claramente destaca el fuerte incremento adicional en el precio de los productos básicos. En particular, el precio del cobre marcó nuevos máximos nominales, mientras el precio del petróleo continuó aumentando, a lo que se sumó el impacto del huracán Katrina en el precio de la gasolina. Más allá de esto, sigue esperándose un favorable entorno global para este año y el próximo. El crecimiento de las principales zonas económicas sigue dentro de lo previsto y persisten condiciones financieras externas positivas.

En los mercados financieros nacionales lo más notorio ha sido el incremento de tasas de interés nominales y la mantención de tasas de interés reajustables reducidas. Respecto de lo primero, esto refleja la incorporación en precios de activos y en encuestas de expectativas de tasas de inflación, hasta cifras del orden de 3,5% a un año plazo, mayores a las contempladas hace un mes atrás. Asimismo, en la trayectoria de tasas forward implícitas se aprecia un leve empinamiento. Estos dos aspectos, sin embargo, más bien alinean la visión de mercado con el tono de las proyecciones de inflación contenidas en el reciente IPoM, y no se estima que configuren un panorama de inflación o trayectoria de la tasa de política monetaria por sobre el contemplado en dichas proyecciones. Respecto de las reducidas tasas de interés reajustables, ello confirma que la expansividad de las condiciones monetarias y financieras continúa siendo significativa. El crédito y los agregados monetarios siguen creciendo a tasas elevadas, mientras que las tasas de interés de colocación no sufrieron un incremento adicional.

El tipo de cambio nominal se ha apreciado desde la divulgación del IPoM, fluctuando entre \$530 y \$540 por dólar. Sin embargo, se estima que estos movimientos responden de manera significativa a cambios en paridades internacionales, reflejando un cierto debilitamiento del dólar en los mercados externos. En términos reales, el peso se ubica en niveles similares al supuesto de trabajo utilizado en el IPoM.

Lo más significativo en lo que se refiere a actividad económica es el menor crecimiento del Imacec de julio, motivado en lo esencial por el pobre desempeño de la minería del cobre. En menor manera contribuyó a esta revisión el comercio. Se estima, en todo caso, que en parte estos fenómenos serán transitorios.

Además, se sigue observando un fuerte dinamismo de la formación bruta de capital, mientras el consumo persiste en la trayectoria de expansión prevista anteriormente. El mercado laboral ha continuado con la favorable reacción a las buenas condiciones macroeconómicas, y las expectativas de los hogares han mostrado un repunte adicional. Estos aspectos son también argumentos que hacen difícil que la debilidad percibida de la actividad en el tercer trimestre sea un fenómeno persistente.

Por el lado de los precios, lo principal ha sido las implicancias de los problemas climáticos en el Golfo de México sobre el precio de la gasolina. Las medidas anunciadas por el gobierno apuntan a que en septiembre no se observará un incremento significativo en el precio interno de los combustibles adicional al considerado en el IPoM. Para un horizonte de mediano plazo, la inflación del IPC se verá influida por el funcionamiento efectivo del nuevo mecanismo de estabilización y la evolución del precio internacional del crudo. En todo caso, la trayectoria efectiva y prevista del IPCX1 es algo más tenue para los próximos meses, pero la mayoría de las medidas de la tendencia inflacionaria han continuado aumentando. Los costos laborales unitarios siguen mostrando tasas de variación anual negativas, a pesar del mayor crecimiento de las remuneraciones nominales, gracias al significativo aumento de la productividad horaria del empleo asalariado.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Respecto de los posibles efectos sobre la economía mundial del paso del huracán Katrina, se indicó que las estimaciones actuales consideran efectos de menor envergadura. Estos se concentrarían, principalmente, en el crecimiento de la economía estadounidense este y el próximo trimestre, efectos que se revertirían en el curso del 2006. Se señaló, no obstante, que no puede descartarse posibles efectos sobre las expectativas, cuyo tamaño, en todo caso, es difícil de dimensionar.

Se discutió acerca de los movimientos recientes de las tasas de interés nominales y reajustables en el mercado interno y sus implicancias sobre las expectativas para la política monetaria y la inflación. Se indicó que su comportamiento está ligado al impacto en primas por riesgo de las noticias coyunturales respecto de la inflación, a cambios en la oferta y demanda relativa por estos documentos, y a cambios genuinos en expectativas de inflación. Se precisó que el impacto de lo primero es económicamente bastante más significativo que de lo segundo, no descartándose

que adicionalmente se haya dado un aumento de las expectativas de inflación. En todo caso, ellas no son significativamente distintas de la trayectoria de inflación que consideran las proyecciones contenidas en el último IPoM.

Se discutió respecto de la velocidad con que ha descendido la tasa de desempleo en el último año, a pesar del incremento que ha mostrado la tasa de participación laboral. Se precisó que, en todo caso, no es probable que el incremento en la participación se revierta de forma de acelerar aún más el descenso en la tasa de desempleo.

Respecto de los costos laborales unitarios, se señaló que se están observando aumentos importantes de productividad por hora, los que han permitido mantener estos costos laborales con tasas de variación anual negativas. Se indicó que un riesgo posible es que los aumentos de productividad sean solo una respuesta de una sola vez al cambio de jornada por ajustes de horas menos productivas que hicieron las empresas, lo que implicaría un incremento del crecimiento anual de los costos laborales a futuro.

2. Opciones

En el análisis de opciones el Consejo consideró que, en esta ocasión, la opción más plausible era aumentar la tasa de política monetaria (TPM) en 25 puntos base, dado que con los antecedentes disponibles era difícil justificar alguna opción distinta.

Respecto a una eventual opción de mantener la TPM en su nivel actual, se indicó que ello era un seguro contra la eventual presencia de un punto de inflexión en el proceso de cierre de holguras, que a su vez podría acotar la trayectoria de precios hacia delante. Ello además se sumaría al panorama de costos laborales contenidos, que de por sí acota las presiones inflacionarias actuales, y el reducido registro de variación del IPCX1, que podría estar dando cuenta del escenario de riesgo identificado en el último IPoM, referido al posible aumento más débil de la inflación subyacente en el corto plazo.

Sin embargo, se analizaron varios argumentos en contra de mantener. De partida, la información disponible es más coherente con la evaluación de que el cierre de

holguras continuará progresando. La fortaleza del gasto interno y del mercado laboral y la concentración de las noticias de actividad en sectores específicos apoyan este diagnóstico. A ello se suma que la clara expansividad de las condiciones monetarias se mantendrá aun si se aumenta la TPM. Adicionalmente, la mantención no parece apropiada cuando la TPM está tan distante de las distintas medidas de neutralidad, los indicadores de la tendencia inflacionaria siguen aumentando y se ubican en el rango meta, y las expectativas de inflación se ubican en o por encima de 3%. Por último, en conjunto, los antecedentes acumulados no modifican sustancialmente las proyecciones internas de inflación de corto plazo.

En el extremo opuesto, se podría argumentar a favor de un aumento de 50 puntos base, en vista del incremento relevante de casi todas las medidas de inflación esperada, que se da en un momento en que la política monetaria continúa siendo claramente expansiva y la tendencia inflacionaria ya está alineada con la meta. Como se discutió el mes pasado, un ajuste de este tipo ofrece un seguro frente a nuevas sorpresas inflacionarias y sus eventuales efectos de segunda vuelta.

Sin embargo, al igual que en el caso de la mantención, hay buenos argumentos en contra de un aumento mayor a 25pb. De partida, el aumento de expectativas de inflación en las encuestas no se aleja del mismo escenario del IPoM, por lo que probablemente corresponde a la asimilación de este último por parte del mercado. La misma reacción de las tasas de interés de mercado, además, está en línea con un aumento de 25pb en esta reunión y siguientes (y no de 50pb). Por otro lado, la evolución del IPCX1 y de los costos laborales dan espacio para que la normalización de la política monetaria continúe gradualmente.

También se consideró que 25pb es el aumento mayoritariamente esperado por el mercado y no se ven motivos para intentar sorprender esta evaluación. En particular, un aumento de 50pb luego de dos aumentos consecutivos de 25pb darían cuenta de un importante endurecimiento de la política monetaria. Además de su efecto en precios financieros, incluido el tipo de cambio, es una modificación que sería difícil de explicar y arriesga que dé la impresión errónea que el BCCh puede tener antecedentes que el mercado no posee. La mantención de la TPM sería igualmente muy difícil de explicar.

Por último, se destacó que las novedades del mes parecen agregar más incertidumbre que la habitual a la evaluación de la marcha de la economía.

Fenómenos como los efectos que pueda tener finalmente el huracán Katrina, los signos aislados de debilidad en la actividad interna en julio y el aumento de las expectativas de inflación abren escenarios nuevos para los cuales pueden requerirse mayores grados de libertad para la política monetaria.

3. Decisión de política monetaria

Los Consejeros señalaron que las condiciones macroeconómicas y financieras prevalecientes en el escenario internacional se mantienen favorables para la economía chilena. Destacaron también los posibles efectos del huracán Katrina, que se estima serían moderados, con un menor crecimiento en Estados Unidos de América en lo que resta de este año y uno mayor el 2006 y precios de combustibles más altos en los próximos trimestres. Respecto de esto último, hubo coincidencia en que los mecanismos de estabilización anunciados por el Gobierno neutralizarán su impacto en la inflación al menos en el corto plazo. Sin embargo, se mencionó también que, más allá de los efectos del huracán, el precio internacional del crudo ha aumentado por sobre lo previsto en el último IPoM. También se destacó que las tasas de interés externas de plazos más cortos han descendido.

Todos los Consejeros coincidieron en que el bajo incremento anual del Imacec de julio fue sorpresivo, aunque ligado principalmente a situaciones particulares del sector minero. Lo anterior se constata por ejemplo en que la serie de tendencia cíclica sigue expandiéndose en torno a 5%, al igual que en los meses previos. Adicionalmente se indicó que la demanda interna sigue mostrando un sólido dinamismo, donde destaca el comportamiento de bienes durables y las importaciones de bienes de capital, apoyada en nuevas mejoras en el mercado laboral y un repunte en las expectativas, a pesar del nuevo aumento en el precio de los combustibles.

Se destacó el incremento reciente de las expectativas de inflación, hecho que, no obstante, puede asociarse con una internalización por parte del mercado de la trayectoria proyectada del IPC en el último IPoM. También se mencionó el leve aumento de las expectativas de mercado respecto de la evolución futura de la TPM.

Algunos Consejeros destacaron que en agosto la inflación del IPCX1 fue menor que lo esperado, aunque la inflación del IPC estuvo dentro de lo previsto y las distintas medidas de tendencia inflacionaria continuaron aumentando. Se mencionó la posibilidad que el mayor aumento de los precios de alimentos y perecibles, que explicó la diferencia entre IPC e IPCX1, sea un fenómeno transitorio, por lo que no se puede descartar que estos últimos precios reviertan ese exceso de alza durante los próximos meses.

Los Consejeros coincidieron en que en realidad las implicancias de las noticias recientes eran menores para efectos de la decisión de política monetaria que debían tomar. Esto no daba razones para revisar la estrategia de reducción gradual del impulso monetario iniciada un año atrás, no siendo prudente por lo mismo la opción de aumentar la TPM en 50 puntos base en esta reunión, toda vez que el retiro gradual del estímulo monetario previsto en el escenario central del IPoM no requiere ajustes de esta envergadura. Otro Consejero señaló que se debe considerar que existen elementos de la información reciente, como la trayectoria de la inflación IPCX1 y los costos laborales unitarios, como de orden táctico, que dan espacios para no acelerar el ritmo de normalización del impulso monetario.

Algunos Consejeros no descartaron la opción de mantener la TPM. Uno señaló que se ve próxima la posibilidad de hacer una pausa en el proceso de retiro del impulso monetario, para así mantener efectivamente un ritmo gradual de ajuste, consistente con asegurar el cumplimiento de la meta de inflación sin introducir inestabilidad ni sesgos respecto del centro de rango objetivo. Destacó que le parecía extraño el patrón que muestran las expectativas de los analistas de mercado respecto de la evolución futura de la TPM pues estas plantean un ajuste continuo de la TPM en lo que queda del año, para luego pasar a un patrón prácticamente sin cambios para el 2006. A su juicio, la discontinuidad en la trayectoria de las expectativas no es coherente con el ritmo de ajustes que ha mantenido el Consejo en los últimos trimestres, por lo que considera necesario señalar que un ajuste gradual implica especialmente que no hay razones para prever quiebres abruptos en la velocidad de normalización. Otro Consejero mencionó que las sorpresas recientes llevan a una mayor probabilidad de introducir una pausa adicional en los próximos meses, lo que en todo caso es una eventualidad que deberá ser evaluada más adelante.

Otros Consejeros, sin embargo, consideraron que la opción de mantener se debía descartar. Uno señaló que si se considera la evolución de las holguras de

capacidad, el gasto interno, el mercado laboral y el hecho que las condiciones monetarias y financieras siguen siendo claramente expansivas, se puede descartar de plano dicha opción. Otro indicó que como sigue dándose el progresivo cierre de holguras y el aumento sostenido en las principales medidas de tendencia inflacionaria, aumenta el riesgo que los pronunciados aumentos en los precios de los combustibles se traspasen con más intensidad a los precios de otros bienes y servicios y terminen también afectando en forma más persistente las expectativas de inflación.

4. 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 4% anual.