

Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2004

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

Reunión de Política Monetaria

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°70 celebrada el 11 de noviembre 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 Nacur Gazali; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga; 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; Secretaria Ejecutiva Gabinete Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo; Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de antecedentes

La Gerencia de División Estudios presenta a los asistentes a la RPM los principales antecedentes económicos recopilados en el mes.

Síntesis del mes

Desde la última Reunión de Política Monetaria se han fortalecido algunas de las tendencias observadas luego de la divulgación del Informe de Política Monetaria de septiembre. Esto se manifiesta en un escenario externo que sigue siendo favorable, pero que presenta riesgos por los niveles aún elevados del precio del petróleo. Internamente, la actividad económica y el gasto continúan tomando fuerza, con una

aceleración mayor que la anticipada, mientras que las presiones inflacionarias subyacentes son reducidas. La tendencia del tipo de cambio implícita en los precios de activos sigue siendo similar a la observada un mes atrás, mientras que la estructura de tasas de interés se ha aplanado algo. Por último, el mercado laboral ha dejado de mostrar indicaciones de menor dinamismo.

El precio del petróleo, luego de alcanzar hace dos semanas su nivel más alto en términos reales de los últimos veinte años, sufrió una corrección importante a la baja. De todas maneras se estima prudente considerar que estos niveles elevados persistirán en el 2005 y 2006. La incidencia de este precio sobre la economía global es aún incierta, pero mercados y analistas parecen mostrar un consenso respecto de que, de haber alguno, éste sería principalmente sobre el crecimiento mundial y no sobre la inflación. Esto, gracias a la credibilidad monetaria que han logrado las principales economías. En todo caso, hasta ahora solo se aprecia un ajuste leve a la baja en el panorama de crecimiento de Japón, y los efectos futuros que tenga este alto precio aún están por dilucidarse.

El efecto de este mayor precio de los combustibles no se ha apreciado en un deterioro de las cifras de gasto interno o actividad económica. La inversión en maquinaria durante el tercer trimestre ha continuado acelerándose, lo que se reafirma con expectativas empresariales positivas y un panorama favorable para la inversión en el 2005. El resto de la demanda interna también contribuyó en el tercer trimestre a este repunte del gasto interno, aunque el consumo privado ha mostrado más estabilidad, sin una aceleración similar a la que se observa en la inversión y la actividad en general.

La confianza de los consumidores ha dejado de deteriorarse, e incluso en algunas mediciones presenta un repunte. El comportamiento del empleo, que se aprecia en su conjunto más dinámico que hace un par de meses, puede estar apoyando esta evolución, compensando así la incidencia negativa del mayor precio interno de los combustibles sobre el ingreso de los consumidores en Chile. Lo mismo muestran las sostenidas buenas condiciones crediticias, que se siguen observando en los volúmenes de crédito a todos los segmentos así como en las bajas tasas de interés. El conjunto de las condiciones financieras continúa siendo marcadamente expansivo, apreciándose de hecho un leve aplanamiento en la estructura de tasas de mercado, a pesar del mayor precio del petróleo. De todos modos, esta estructura tiene implícita perspectivas de alzas en la tasa de política monetaria en el corto plazo y tasas de inflación en el mediano plazo cercanas a 3%.

La actividad económica ha seguido sorprendiendo en el segundo semestre con muy altas tasas de expansión, principalmente por el dinamismo de la actividad industrial, la construcción y el comercio. Más allá de fenómenos puntuales, como la inciden-

cia de efectos calendario, se aprecia un genuino mayor crecimiento en un número significativo de ramas manufactureras, y las favorables condiciones de crédito para la vivienda han apoyado una aceleración adicional de las principales variables del mercado inmobiliario.

El hecho que este entorno más dinámico para la actividad y el gasto no haya redundado en un ritmo de normalización de la tasa de política monetaria, implícito en precios de activos, más rápido que aquél observado en el momento de la reunión de octubre, probablemente se vincula al hecho de que, aparte de las noticias en el ámbito de los combustibles, la inflación ha seguido siendo menor a la esperada. El conjunto de medidas de inflación subyacente indica que la aceleración de tendencia de los precios, observada hasta mediados de año, se ha detenido en cifras por debajo del piso del rango meta, con una fracción importante de los ítemes del IPC mostrando cero variación de precios. El análisis de los distintos determinantes de la inflación indica que, por un lado, los costos laborales unitarios también presentan una trayectoria de crecimiento del orden de 1% anual, la inflación importada no presenta cambios significativos, y no se aprecian fuerzas que empujen el aumento de los precios minoristas por encima del crecimiento de los costos. Finalmente, este escenario de inflación acotada no se ha reflejado en una modificación del escenario inflacionario de mediano plazo esperado por los agentes. Las distintas medidas de inflación esperada siguen mostrando tasas dentro del rango meta, y cercanas a 3% anual.

1.1.1. Escenario internacional

Se mantiene un favorable panorama internacional para la economía chilena, aunque se han incrementado los riesgos, principalmente en términos de crecimiento, por la persistencia del precio del petróleo, el más alto en términos reales en veinte años. Esto ha consolidado un escenario donde el precio del petróleo se mantiene alto durante el horizonte de proyección de política monetaria. La opinión de consenso apunta al incremento de los riesgos sobre actividad mundial y, en menor medida, sobre la inflación.

Pese a lo anterior, las proyecciones de actividad mundial no muestran revisiones significativas. Los indicadores de actividad y confianza de las principales economías avanzadas no muestran cambios sustanciales de las perspectivas de crecimiento a corto plazo. En Estados Unidos de América, la positiva dinámica del consumo (4,6% trimestre/trimestre anualizado) así como las cifras de inversión, especialmente no residencial, creciendo a tasas de dos dígitos, sustentan las buenas perspectivas hacia el cierre del año. Esto, pese a que el crecimiento del tercer trimestre fue algo menor que lo esperado (3,7% trimestre/trimestre anualizado). Para el cuarto trimestre, los indicadores de confianza de consumidores y de actividad manufacturera (ISM) siguen dando cuenta de una economía en expansión. Finalmente, la productividad de esta

economía, si bien se desacelera, sigue creciendo por sobre lo previsto. En la zona euro los indicadores del tercer trimestre indican una desaceleración respecto de la primera mitad del año. La débil recuperación sigue liderada por el sector externo, el que se visualiza más deteriorado a causa del elevado precio del petróleo, y aún no hay signos claros de mejoras de la demanda interna. Hacia el cuarto trimestre, el panorama se mantendría sin grandes cambios, como lo anticipan la estabilidad de indicadores de confianza, tanto empresarial como de consumidores. En Japón, las proyecciones de crecimiento del mercado para el 2005 se corrigen a la baja levemente, dando cuenta de las primeras revisiones asociadas al precio del petróleo y al impacto que tendría la apreciación de su moneda sobre el sector externo.

Durante octubre, el precio del petróleo superó los niveles proyectados en la reunión pasada. Así, se transó claramente por sobre US\$ 50/barril durante la segunda quincena del mes, con un promedio mensual de US\$ 49,9. En los primeros días de noviembre, este precio ha descendido, promediando cerca de US\$ 45 el barril. La mantención de un precio elevado se asocian, en parte, a factores coyunturales que mantienen una elevada prima por riesgo, a lo que se suma factores relacionados con una fuerte demanda de petróleo de los principales consumidores y productores operando a plena capacidad y bajos niveles de inventario. Ello ha incidido en una estructura de contratos futuros, si bien con pendiente negativa, casi plana, lo que puede ser indicativo de que el precio del petróleo se mantendrá más elevado que lo previsto.

Durante octubre el precio del cobre continuó con la trayectoria al alza de septiembre, promediando US\$ 1,37 la libra, y alcanzando momentáneamente valores cercanos a US\$ 1,5. La trayectoria observada se explica, en parte, por episodios de huelgas en yacimientos mineros de distintas regiones, motivando la entrada de agentes especuladores. Con todo, el mercado sigue deficitario a consecuencia de una demanda fuerte asociada a la aún sólida actividad industrial en los principales países consumidores, pero no parece que estos antecedentes sean suficientes para cuestionar el escenario de precio de cobre de mediano plazo ya considerado.

Las condiciones financieras de los mercados desarrollados siguen siendo favorables. Las tasas de interés de largo plazo en las principales economías han tendido a reflejar la expectativa de que el impacto del precio del petróleo será mayor sobre el crecimiento que sobre la inflación, mientras que en lo más reciente, en Estados Unidos de América, se ha apreciado el efecto del mayor dinamismo en el mercado laboral. Desde la última reunión, el dólar se depreció 4% respecto del yen y 3,3% respecto del euro. Esto, por un lado, debido a que se estima que el efecto del mayor precio del petróleo sería superior en el crecimiento de Estados Unidos de América en comparación con otras regiones y, por otro, porque persiste la preocupación respecto del elevado déficit externo de Estados Unidos de América.

Las expectativas respecto de la política monetaria en las economías desarrolladas no presentan cambios. Como se esperaba, en Estados Unidos de América la Fed aumentó la tasa de política en 25 puntos base en su reunión de noviembre. Hacia delante el ritmo de normalización de la tasa de fondos federales dependerá, entre otras cosas, de cómo siga evolucionando el empleo en los meses venideros. Para la zona euro, en tanto, se prevé que la Tasa Repo se mantendría en sus niveles actuales hasta principios de 2005.

Las condiciones de financiamiento externo para las economías desarrolladas han mejorado marginalmente en las últimas semanas. Las tasas de interés de largo plazo de las economías desarrolladas han descendido, lo que se suma a menores spreads (márgenes o premios financieros) de riesgo. La velocidad con la cual se han ajustado las tasas de interés en Estados Unidos de América y las expectativas de una trayectoria medida hacia el futuro, configuran un panorama propicio para que economías emergentes, en especial las más vulnerables, efectúen colocaciones exitosas de deuda soberana de modo de reestructurar sus pasivos. Las mejores condiciones financieras se reflejan también en la favorable evolución de las inversiones de fondos internacionales en economías emergentes.

1.1.2. Mercados financieros

Las condiciones de financiamiento continúan siendo favorables, con un mayor protagonismo de opciones alternativas al crédito bancario tradicional. Las expectativas de inflación se mantienen en torno al centro del rango meta, no obstante los vaivenes del precio del petróleo.

Tasas de interés de instrumentos del Banco Central de Chile

Luego de la última reunión, las tasas de interés de todos los documentos del Banco Central reaccionaron a la baja. Así, comparadas con los valores prevalecientes los días previos al cierre de la reunión de octubre, las tasas de interés de los instrumentos reajustables (Bonos Reajustables del Banco Central) han caído entre 14 y 20 puntos base: 2,3% y 3,1% a cinco y diez años, respectivamente. Las tasas de interés de los bonos nominales (Bonos en pesos) a dos, cinco y diez años han descendido entre 30 y 40 puntos base: 4,0%, 5,2% y 6,2%, respectivamente. Solo las tasas de los PDBC-90 se han mantenido en los niveles prevalecientes para la anterior reunión (2,3%).

Las expectativas de inflación han tenido evoluciones mixtas, dependiendo de la forma en que se midan. Así, comparado con los días previos al cierre de la anterior reunión, la compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales se ha reducido considerablemente: entre 30 y 70 puntos base según el plazo. Por el contrario, las expectativas obtenidas de la encuesta a las mesas de dinero anticipan inflaciones algo mayores: 2,80% y 2,85% a uno y dos años, respectiva-

mente (+10 puntos base a un año). Asimismo, la encuesta de expectativas del Banco Central de Chile de noviembre muestra una leve reducción en la inflación esperada a un año, ubicándola en 2,9% y una mantención en 3% a dos años.

Las expectativas para la tasa de política monetaria implícitas en la curva forward se redujeron ligeramente desde la reunión anterior, anticipándose un aumento de 25 puntos base de aquí a diciembre, con un total de 120 puntos base en los próximos seis meses y de otros 90 puntos base en los siguientes seis. Respecto del Informe de Política Monetaria, la curva forward considera un aumento adicional para la tasa de política monetaria del orden de 20 puntos base por semestre en el horizonte habitual de política. La encuesta de expectativas de noviembre considera un aumento de la tasa de política monetaria de 25 puntos base este mes y de 95 puntos base más, a un año plazo.

Agregados monetarios

Durante octubre los agregados monetarios continuaron presentando importantes expansiones. En particular, la tasa de crecimiento anual del M1A alcanzó a 31%, variación por sobre lo anticipado. Con ello los errores de proyección, tanto de la demanda por dinero de largo plazo como de la demanda de corto plazo, registran desviaciones por sobre el límite superior definido en dos veces la desviación estándar de la regresión. El M2A anotó un incremento anual de 20%, la mayor variación desde comienzos de 1998, y el M7 uno de 8%. La menor variación del M7 se explica, en parte, por la preferencia de los privados por depósitos a plazo en desmedro de instrumentos de renta fija, ante los anuncios de colocaciones de bonos y apertura en bolsa que se realizarían en el corto plazo.

Condiciones de crédito y financiamiento

A fines de septiembre el saldo de las colocaciones totales al sector privado mantuvo la trayectoria creciente de los meses previos, con una variación de 10,5% anual. Los créditos de consumo y de vivienda anotaron tasas de crecimientos anuales de 19%. En el caso de vivienda, esta tasa es la mayor desde diciembre de 1998 y se justifica por el incremento de 134% anual de aquellos préstamos distintos de letras de crédito y mutuos hipotecarios. La tasa de interés promedio ponderada de los créditos de consumo de octubre se mantuvo en niveles similares a los de septiembre y sigue siendo muy reducida (23,4%). Igual situación se observó en las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario en UF, las que se mantuvieron en torno a los bajos niveles del mes pasado (3,8% para aquéllas con tasa facial entre 4%, 5% y 4,2% para las con tasa facial entre 5% y 6%).

Los préstamos a empresas registraron un aumento anual de 6,6%, destacando el incremento de las colocaciones de leasing (172,2% anual) y factoring (24% anual). Las tasas de interés de los créditos comerciales fue de 7,2% en octubre (-10 puntos

base comparadas con septiembre). En el año en curso se observa una diferencia entre la tasa de interés promedio ponderada de los créditos comerciales y la de operaciones prime, evolución que puede obedecer a la entrada de clientes más riesgosos al sistema financiero.

La información más coyuntural, a partir de los datos diarios recibidos directamente de los bancos, muestra que en octubre y lo que va de noviembre, la deuda bancaria continúa registrando variaciones anuales altas, en particular de las colocaciones efectivas en moneda nacional.

Luego de un tercer trimestre con baja actividad, en octubre nuevamente se observó la utilización del financiamiento mediante la emisión de bonos corporativos. Las colocaciones alcanzaron UF 14,8 millones en el mes, fondos destinados principalmente a inversión. Destaca en este mercado el interés de los inversionistas por bonos de infraestructura, el que se ha traducido en colocaciones con bajo spread, del orden de 30 puntos base por sobre la tasa de interés de documentos del Banco Central de Chile. Para fines de año se anuncian emisiones por un total de 33 millones de UF, destinadas principalmente a refinanciar deuda.

Bolsa

Desde la reunión de octubre, el IPSA ha continuado registrando aumentos, superando los 1.780 puntos. Así, comparado con los niveles vigentes al cierre de la reunión de octubre, el IPSA creció 3,2% medido en pesos y 1,7% en dólares, acumulando en el año un crecimiento de 18,4% y 16,1%, respectivamente. Entre las acciones que registraron mayores alzas se encuentran las del sector eléctrico, luego de que la CNE decidiera aumentar el valor de los precios de nudo.

El buen desempeño de la bolsa local ha producido el interés creciente por realizar colocaciones accionarias. En octubre, Salfacorp, empresa del sector construcción, se abrió a la bolsa, recaudando cerca de US\$ 24 millones. En noviembre, Ferrocarril del Pacífico S.A. vendería entre el 30% y 40% de su propiedad (estimada en US\$ 100 millones), mientras el grupo Security haría un aumento de capital por no menos de US\$ 55 millones.

La mayor actividad bursátil también se verifica en que los volúmenes transados durante octubre alcanzaron en promedio a \$ 39.500 millones diarios, en línea con los \$ 40.000 millones del último trimestre y 80 % por sobre el promedio de 2003.

Los índices de las bolsas de Estados Unidos de América también aumentaron, especialmente después de conocidas las últimas cifras de empleo. El Nasdaq aumentó 6,5% desde el cierre de la reunión de octubre, mientras que el Dow Jones creció 3,7%, acumulando en el año variaciones de 2,1% y -0,3%, respectivamente.

Tipo de cambio

Desde la última reunión, el peso se ha depreciado marginalmente (0,6%) respecto del dólar, cotizándose en los últimos días levemente sobre \$ 600 por dólar. Sin embargo, con respecto a una canasta de monedas, la depreciación ha sido mayor: 2,3% para el tipo de cambio multilateral y 3,1% para el TCM-5. Esta diferencia obedece principalmente a la depreciación del dólar respecto de las principales monedas.

En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, los resultados de la encuesta de expectativas de noviembre señalan que, a un año plazo, el peso se depreciaría del orden de 3,2% respecto de su nivel actual, valor que llega a 4,8% en dos años plazo.

Respecto de septiembre, el tipo de cambio real y el TCR-5 de octubre presentan variaciones de -0,6% y -0,7%, respectivamente. El valor del tipo de cambio real estimado para noviembre, con un tipo de cambio spot de \$ 604, se ubica en torno a 100,4, equivalente a un aumento de 5,4% respecto de diciembre de 2003. El diferencial real de tasas de interés se ha mantenido constante.

1.1.3 Demanda agregada y cuentas externas

La demanda interna ha continuado con un ritmo de crecimiento superior al del PIB y mayor al esperado en el último Informe de Política Monetaria. Esto se explica tanto por el incremento del componente maquinaria y equipos de la formación bruta de capital fijo como del resto de la demanda interna.

Consumo y existencias

La evolución del consumo privado tanto habitual como durable sigue mostrando un ritmo de expansión estable. Las ventas de bienes durables del comercio minorista (Cámara Nacional de Comercio) y las ventas de automóviles han recuperado niveles luego de leves caídas en el segundo trimestre, ubicándose, no obstante, en niveles elevados. Esto contrasta con la acentuación de la trayectoria creciente de las importaciones de bienes durables que excluyen automóviles.

La evolución creciente de las importaciones se refleja en el incremento de los diversos indicadores de existencias del comercio. Por ejemplo, el indicador mensual de confianza empresarial indica que los actuales niveles de inventarios del sector continúan elevados, lo que se repite en todos los sectores incluidos en este índice.

Aunque las distintas mediciones de expectativas de los consumidores han mostrado comportamientos disímiles, pareciera haberse detenido el deterioro que se observó en el curso de este año. Por un lado, en octubre las expectativas de los consumidores

medidas por Adimark se mantuvieron prácticamente estables respecto del mes anterior. Por otro, la encuesta de expectativas de la Universidad de Chile de septiembre mostró un incremento relevante respecto de la medición de junio, con mejoras en todas las categorías del índice. El comportamiento del empleo, que se aprecia en su conjunto más dinámico que hace un par de meses, puede estar apoyando esta evolución, compensando así la incidencia negativa del mayor precio interno de los combustibles sobre el ingreso de los consumidores en Chile.

Formación bruta de capital fijo

En el tercer trimestre del 2004, la inversión siguió ganando fuerza, con un marcado ritmo de crecimiento anual basado principalmente en el comportamiento del componente maquinaria y equipos. En particular, el volumen de las importaciones de bienes de capital continúa sorprendiendo.

Respecto del componente de edificación de la inversión -32% de la formación bruta de capital fijo -persiste por un lado la tendencia creciente de diversos indicadores sectoriales (permisos de edificación, empleo de la construcción, despachos de materiales) y, por otro, las ventas de viviendas nuevas (Cámara Chilena de la Construcción y Collect) mantienen el dinamismo de los períodos previos. Esta evolución refleja las actuales condiciones favorables de financiamiento en términos de costo y acceso, la percepción de un acercamiento al ciclo de normalización de la política monetaria y mejores perspectivas económicas.

En cuanto al componente de obras de ingeniería de la inversión, 27% de la formación bruta de capital fijo, el catastro de este tipo de obras muestra a octubre niveles de inversión para el 2004 estables respecto del año pasado. Para el 2005, se mantiene un escenario claramente más dinámico, aún controlando por las habituales correcciones de las intenciones de inversión que ocurren a medida que transcurre el tiempo.

En octubre las expectativas empresariales continúan siendo positivas, aunque con una leve caída. Este descenso se debió a las menores expectativas en la minería. Excluyendo a este sector, el índice se mantiene en los niveles del mes anterior, sustentado en una consolidación del optimismo de la construcción, seguido del comercio.

Política fiscal

En materia de política fiscal, en agosto los ingresos presupuestarios aumentaron 15,8% anual, de los cuales 14 puntos porcentuales fueron explicados por el crecimiento de los ingresos tributarios netos (10,6% anual) y del cobre bruto (192% anual). Los gastos presupuestarios y con efecto macroeconómico crecieron 5,3% anual, cifra en línea con lo observado en meses anteriores. El balance global acu-

mulado a julio llegó a niveles acordes con la estimación para el año entregada en septiembre por el Gobierno.

El porcentaje de avance de los ingresos sobre lo presupuestado sigue siendo mayor que lo observado en años anteriores, producto de un mejor precio del cobre y de una mayor recaudación tributaria. Los gastos continúan en línea con los observados anteriormente.

Sector externo

La información del cierre del tercer trimestre y, sobre todo, el fuerte dinamismo del comercio exterior en octubre, llevan a esperar una aceleración tanto de los volúmenes exportados como importados en el curso del último cuarto de este año.

En octubre, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.770 y US\$ 2.410 millones, lo que representa crecimientos anuales de 51% y 35% para las ventas y compras al exterior, respectivamente.

Las exportaciones han mostrado tasas de crecimiento relativamente elevadas durante la segunda mitad del año, superando las expectativas previas. Particular dinamismo, no anticipado, han mostrado las exportaciones industriales no identificadas (alrededor de 50% del total de las industriales) durante el tercer trimestre.

El fuerte dinamismo de las importaciones de bienes de capital en octubre, junto con la evidencia que se deduce del Catastro de la Corporación de Bienes de Capital, llevan a considerar que la formación bruta de capital en maquinaria durante el cuarto trimestre debiese presentar niveles elevados. Por otro lado, las cifras de octubre también llevan a evaluar que las importaciones de consumo seguirán mostrando dinamismo. Por el lado de las exportaciones, se considera que los niveles actuales de actividad industrial destinada a los mercados externos debiesen ser coherentes con niveles de exportaciones industriales en volumen también elevados.

1.1.4 Actividad y empleo

Actividad económica

En septiembre la actividad continuó aumentando su ritmo de crecimiento interanual. El dinamismo de los sectores comercio e industria explicó parte importante del crecimiento del Imacec en el mes (7,7%).

La actividad industrial continuó expandiéndose claramente por sobre lo esperado. Aunque parte de este crecimiento se asocia a factores puntuales, se aprecia que una

parte importante de las ramas industriales está mostrando tasas de crecimiento positivas. Respecto de otros sectores, la minería ha continuado mostrando tasas de crecimiento superiores a las del PIB, pero sin mostrar novedades sustanciales. En la construcción el dinamismo reciente de los indicadores sectoriales apunta a una aceleración mayor del sector.

Con estos antecedentes, el PIB del tercer trimestre cerraría con una variación por sobre lo previsto en el último Informe de Política Monetaria. Asimismo, la nueva corrección hacia delante de las cifras de industria y comercio implican que en el cuarto trimestre el crecimiento del PIB se ubicaría también por sobre lo esperado previamente.

Mercado laboral

En el trimestre móvil finalizado en septiembre, el mercado laboral presentó una recuperación evidente en la gran mayoría de sus indicadores. Descontando efectos estacionales, la tasa de desempleo descendió respecto del trimestre móvil anterior y la participación de la fuerza de trabajo continuó en aumento. A nivel sectorial, sobresale la estabilidad del empleo asalariado y el repunte persistente de la ocupación ligada a la construcción. Otras fuentes que corroboran esta visión positiva son la Universidad de Chile y el empleo de asalariados reportado por la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS). Destaca, también, la mejora en las expectativas de los agentes respecto del mercado laboral en los próximos meses.

El empleo nacional registró una importante recuperación durante el trimestre móvil finalizado en septiembre, retomando tasas de crecimiento anuales en torno a 2%. Descontando efectos estacionales, se crearon alrededor de 24 mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil anterior.

Por categorías, el empleo asalariado mantuvo niveles altos y el de cuenta propia continuó en alza. Destaca la coherencia entre las cifras de empleo asalariado reportadas por el Instituto Nacional de Estadísticas para la Región Metropolitana y las del Gran Santiago provenientes de la Universidad de Chile, corroborando así el aún importante grado de formalización del mercado laboral.

Por segundo mes consecutivo se observó un importante dinamismo de la ocupación en la construcción. El empleo ligado a industria, aún no refleja las buenas noticias de actividad de meses previos, registrando bajo dinamismo según la información del Instituto Nacional de Estadísticas y la publicada por la Sociedad de Fomento Fabril. El empleo del resto de los sectores económicos presenta una dinámica acorde con las buenas noticias a escala agregada.

En el trimestre móvil finalizado en octubre, las vacantes registraron nuevamente un aumento en doce meses (16%), pese al descenso de nivel desestacionalizado respecto del trimestre móvil anterior. La relación entre vacantes y desocupación da cuenta de un posible período de ajuste ante shocks de corto y mediano plazo no provenientes de la actividad agregada. Teóricamente, este tipo de perturbaciones se relacionan con procesos de cambios en la composición del empleo y/o shocks de oferta de trabajo, lo que puede asimilarse a la situación observada durante el último año a nivel de categorías y sectores económicos.

La tasa de desempleo nacional se situó en 9,7%, 0,3 punto porcentual sobre el registro de igual mes del año anterior. Eliminada la estacionalidad, descendió a 8,9%, luego de tres meses consecutivos estable en 9,0%. Lo anterior se explica tanto por la caída en el nivel de desempleo como por el aumento en la tasa de participación. La tasa de desempleo primaria desestacionalizada se situó en 6,9%, 0,2 punto porcentual por debajo del registro del trimestre móvil anterior, confirmando el cambio en la tendencia al alza que exhibió la primera mitad del año.

Según la información para el Gran Santiago que reporta la Universidad de Chile, durante septiembre la tasa de desempleo fue 11,6%, 1,6 puntos porcentuales menor que la de igual mes de 2003. Descontada la estacionalidad, la tasa de desempleo permaneció estable en relación con el registro de junio, lo que es coherente con la información del Instituto Nacional de Estadísticas para la Región Metropolitana.

Las expectativas de las personas y empresas respecto del mercado laboral mejoraron. Según la información que reporta Adimark sobre cuál es la percepción de los agentes en cuanto a la evolución del desempleo a escala nacional en los próximos doce meses, en octubre hubo una recuperación luego del deterioro de septiembre. Por el lado de las empresas, el indicador mensual de confianza empresarial (IMCE) de octubre, señala que los empresarios tienen mejores perspectivas de empleo en los próximos tres meses, para los sectores comercio y construcción.

1.1.5 Precios y costos

Índices de precios

En octubre el IPC tuvo una variación de 0,3%, cifra que fue de 0% para el IPCX e IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegó a 1,9%, mientras que el del IPCX se situó en 0,9% y el de IPCX1 en 0,6%. Con estos valores, la inflación subyacente se mantiene estable y claramente bajo el piso del rango meta.

La inflación de octubre estuvo determinada por el rubro transporte, dentro del cual destacó el incremento del precio de la gasolina y el aumento del precio del pasaje de

la locomoción colectiva. Al mismo tiempo, los alimentos perecibles presentaron una alta incidencia. Como contrapartida se presentó un descenso de las tarifas eléctricas y una baja de precio de los productos médicos. Respecto de la proyección incluida en el escenario base de la reunión anterior, la variación del IPC resultó 0,2 punto porcentual menor, mientras que el IPCX e IPCX1 se sobrestimaron en 0,1 punto porcentual. La mayor sorpresa se atribuye al grupo de alimentos no perecibles, vivienda y productos médicos. Descontados efectos estacionales, el promedio móvil trimestral de la inflación anualizada se redujo en todas las medidas.

Medidas alternativas de inflación subyacente presentaron, en general, leves trayectorias al alza. Se observa un incremento del IPCX2 y de las medias podadas (medida de la inflación de tendencia basada en un subconjunto de bienes que omite valores extremos) del IPC e IPCX1. Solo se registra un leve descenso en la tasa de variación de la media podada del IPCX. En octubre se observó una disminución de la cantidad de ítemes que bajan de precio, contrastando con un incremento de los que suben de precio y de los que no varían.

El índice de precios al productor (IPP) tuvo una variación anual de 14,9% (12,6% en el mes anterior); también aumentó la tasa de variación anual del IPPX3 respecto del mes anterior, llegando a 0,8%. Un incremento se observó también en la variación en doce meses del IPCX3, pasando de -0,6% en septiembre a -0,5% en octubre.

Márgenes y costos laborales

Los márgenes de comercialización, en general, descendieron en octubre. Los márgenes de alimentos, obtenidos a partir de los datos del índice de precios al productor (IPP) e IPCX1, muestran una disminución, revirtiendo la tendencia al alza que se venía presentando desde principios del segundo trimestre. También caen los márgenes de medicamentos, obtenidos del índice de precios al productor (IPP) e IPCX1, continuando con una tendencia a la baja. Asimismo, los márgenes de bienes durables del IPC e IPM tuvieron un descenso marginal en el mes.

En septiembre la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra total aumentó a 3,3%, mientras que, excluyendo minería y electricidad, gas y agua (CMOX), la tasa de variación se mantuvo con respecto al mes anterior (2,3%). Las remuneraciones nominales, a su vez, revirtieron la tendencia a la baja, aumentando 2,9% en doce meses.

En cuanto a los costos laborales unitarios, durante septiembre su tasa de variación anual aumentó, pero sigue siendo negativa. La tasa de variación anual del costo laboral unitario asalariado sin electricidad, gas, agua ni minería (CLUX) descendió.

1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

El Presidente señor Corbo ofrece la palabra a los asistentes a la Reunión de Política Monetaria para que comenten la presentación de antecedentes y noticias económicas realizada por la Gerencia de Estudios.

Se menciona que, a diferencia de lo ocurrido algunos meses atrás, en que el incremento del precio spot (al contado) del petróleo se vio acompañado en paralelo de un incremento del precio de largo plazo, la volatilidad más reciente ha estado centrada en el precio spot. Ello se apreció tanto en el incremento reciente del precio hasta los US\$ 55, como en la fuerte disminución que este sufrió en los últimos días. En todo caso, se argumenta que por ahora sorprende que aunque la percepción generalizada en los mercados es que el efecto de estos precios será principalmente en actividad, aún no se hayan observado cambios sustanciales en las expectativas de crecimiento.

Un participante observa que la interpretación del aumento en la acumulación de existencias no es evidente. En efecto, ello puede deberse a que el panorama de ventas se aprecia como más dinámico, lo que motiva la acumulación de inventarios desde ya.

Frente al porqué de los reducidos registros inflacionarios subyacentes de los meses recientes, diversos participantes avanzan puntos de vista. Se indica que los escenarios base de los Informes de Política de este año contenían una aceleración de inflación, debido al supuesto de que después de varios años de depreciación y otros factores de costo, los márgenes deberían estar muy comprimidos. Ello a su vez compensaba el efecto de las actuales holguras. Es indudable que el balance de esos dos factores será materia de análisis futuro.

Un punto que puede hacer coherente esta situación es que gran parte de las ventas de bienes durables son a través de cadenas de departamentos, que venden principalmente a crédito. Es posible que la compresión de márgenes en el componente de venta al contado se haya visto compensada con incrementos en los márgenes en el componente de venta al crédito. Este es un factor que puede ser transitorio dentro de este análisis de márgenes y que puede motivar mayores presiones de precios a futuro.

Otro antecedente que se aporta es que quizá el consumo sea todavía poco dinámico, con márgenes apretados, y por lo que las empresas del sector estarían aprovechando ganancias en productividad, economías de escalas y nuevas tecnologías. Pero, es probable que cuando el consumo interno comience a repuntar los márgenes también lo hagan.

Finalmente, se acota que existe un efecto calidad que puede estar introduciendo dificultad en la medición de los precios. Por cambios en la canasta de importaciones es posible que la calidad de los productos de consumo importados sea hoy menor, lo que no se refleja necesariamente en precios. También podría ser el caso de que este fenómeno de calidad tenga características cíclicas, por lo que cuando la demanda de consumo tome más fuerza se aprecien repuntes de precios.

2. Opciones

El Presidente del Banco Central solicita a la División de Estudios que presente las distintas opciones de política monetaria.

2.1 Presentación de las opciones

En la reunión de política monetaria de octubre, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 2% anual, luego de incrementarla en 25 puntos base el mes anterior. En la última reunión se consideró que el ritmo de crecimiento de la actividad y del gasto interno se había fortalecido, en particular el de la inversión, y que, más allá de los efectos de los precios internacionales de los combustibles, la inflación continuaba baja, lo que se apreciaba en las medidas de inflación subyacente y en la evolución de las presiones de costos. En el comunicado respectivo, el Consejo reafirmó que, en el escenario más probable, continuaría reduciendo pausadamente el marcado estímulo monetario prevaiente.

Como se ha analizado, las principales tendencias observadas hasta la última reunión se han acentuado. El ritmo de crecimiento del PIB y del gasto durante el tercer y cuarto trimestres se aprecia aún más robusto, mientras las medidas de la tendencia inflacionaria son especialmente reducidas, al igual que el ritmo de aumento de los costos. Por otro lado, la evolución de los últimos días del precio internacional del petróleo y la mayor estabilidad que ha mostrado el tipo de cambio reducen la importancia de estos dos shocks de oferta en comparación con la que parecieron tener en la reunión anterior. Finalmente, el mercado del trabajo mostró cifras claramente mejores que las de los últimos meses.

Con los antecedentes acumulados, las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o aumentarla en una magnitud a analizar. Al igual que en los últimos meses, no hay antecedentes que justifiquen la opción de rebajar la tasa de interés.

El principal argumento a favor de mantener la tasa de política monetaria en esta reunión es la reducida inflación subyacente observada en los últimos meses, así como el limitado aumento que muestran los costos laborales unitarios y la inflación importada medida en pesos. Estos últimos reflejan la acotada expansión de los salarios nominales, los aumentos de la productividad de los últimos trimestres, especialmente en el sector industrial, así como la evolución del tipo de cambio en los últimos dos meses. Las distintas medidas de la tendencia inflacionaria se ubican bajo el rango meta y, en lo más reciente, acusan un estancamiento e incluso una reducción de su velocidad de expansión. Este cuadro también ha significado que la inflación subyacente IPCX1 se ubique de manera bastante persistente por debajo de lo proyectado. Aunque estos errores de proyección no tienen una interpretación evidente —podrían incluso concebirse como mayores presiones inflacionarias a futuro si mecánicamente se asociaran a una comprensión de márgenes— su persistencia probablemente sea síntoma de que los márgenes están menos comprimidos que lo supuesto en el escenario central, lo que significa una evolución de la inflación subyacente hacia delante más acotada, al menos en el corto plazo.

Sin embargo, también hay argumentos en contra de la opción de mantener la tasa de política monetaria. Primero, el mayor crecimiento del PIB y del gasto implican una reducción de las holguras de capacidad más rápida que la prevista, lo que sería coherente con mayores presiones inflacionarias. Estas presiones podrían tomar algún tiempo en manifestarse, pero dados los rezagos que tiene la política monetaria en surtir efectos, tales presiones justifican continuar la normalización de la política monetaria de manera de no exacerbarlas y permitir compatibilizar el mayor dinamismo económico con una inflación proyectada en 3%. Ello toma más importancia por el nivel especialmente reducido que tiene hoy la tasa de política monetaria. Segundo, si se compara con la situación de hace algunos meses, la expansividad de la política monetaria, si algo, estuviera aumentando bajo la opción de mantener la tasa de política monetaria. Ello se refleja, por una parte, en tasas reales ex ante menores por la gradual normalización que han tenido las expectativas de inflación y, por otra, en el dinamismo generalizado que exhiben los distintos agregados monetarios y crediticios. Y tercero, aún cuando se considere que la reducida inflación subyacente IPCX1 sea síntoma de menores presiones implícitas, los modelos alternativos, que no consideran márgenes, de todas formas proyectan un gradual aumento de esta inflación. Por lo tanto, es difícil pensar en una disminución de la inflación en el mediano plazo, sobre todo considerando la reducción más rápida de holguras de capacidad que se está observando en la actualidad.

El aumento del ritmo de crecimiento de la economía es la principal justificación para aumentar la tasa de política monetaria en esta reunión. En principio, se puede argumentar que de no haberse producido novedades en el ámbito de la actividad y los precios, la opción de aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos

base sería el paso coherente con la idea de ir reduciendo pausadamente el marcado estímulo monetario, luego de una reunión en que se mantuvo la tasa de interés, pero en que no se cambió la estrategia de gradual normalización considerada en el último Informe de Política Monetaria. Sin embargo, las consecuencias para las presiones inflacionarias del significativo aumento del crecimiento previsto para la segunda mitad de este año, el que sea un fenómeno relativamente generalizado entre sectores y con un creciente protagonismo de la inversión, y la persistencia de condiciones externas favorables para el crecimiento, podrían fundamentar un aumento de este ritmo. Ello podría eventualmente justificar un incremento mayor en esta reunión, o bien aumentos más seguidos de la tasa de política monetaria en dosis de 25 puntos base.

Respecto de esto último, los datos de inflación y de costos sugieren que podría ser apresurado acelerar el actual ritmo de normalización de la política monetaria. Aunque no es posible determinar con precisión cómo influyen conjuntamente los nuevos antecedentes de menor inflación y mayor crecimiento sobre la trayectoria probable de la inflación en el horizonte relevante de política, es difícil argumentar que ellos lleven a una menor inflación en un plazo mediano. Pero tampoco es evidente que estos antecedentes lleven necesariamente a una mayor inflación en ese plazo, pues cualquier análisis depende críticamente de cómo se interprete la reducida inflación subyacente actual. De esta manera, el panorama de acotado aumento de los precios (más allá de la volatilidad que le imprimen los precios de los combustibles) permite mantener el ritmo pausado de normalización, a pesar del mayor dinamismo de la actividad y del gasto.

Las implicancias que tiene la volatilidad del precio del petróleo para las opciones de política de hoy parecen ser menos relevantes, debido a la gran incertidumbre reinante respecto de la trayectoria futura de este precio y las dificultades para determinar con precisión los efectos que genera un shock de este tipo, por tener componentes tanto de precios como de actividad, así como la posibilidad de una reversión. En la práctica, hasta ahora la estrategia de política monetaria no ha sufrido modificaciones de importancia que puedan asociarse a una acción preventiva por cambios de escenario en el precio del petróleo. Más bien, dado el nivel al que había llegado la inflación y la credibilidad monetaria existente, la reacción ha sido esperar a ver cómo se manifiestan los efectos de este shock antes de modificar el curso de política. Bajo este mismo prisma, un cambio de supuestos o, alternativamente, la drástica caída que muestra el precio del petróleo en los últimos días (que a su vez impone una mayor cuota de incertidumbre respecto de las nuevas proyecciones) no deberían por el momento modificar la estrategia de normalización pausada.

Respecto de aspectos tácticos, una mayoría relativa del mercado y de los analistas espera un aumento de la tasa de política monetaria de 25 puntos base para esta reunión.

Ello permite esperar reacciones menores en los mercados financieros, incluyendo el tipo de cambio, de un alza de la tasa de política monetaria de esa magnitud. Por el contrario, la mantención sí podría tener efectos algo más marcados, reduciéndose las tasas de mercado y depreciándose el tipo de cambio.

También desde el punto de vista táctico, aumentar 25 puntos base parece ser la opción más coherente con el escenario base de reducción pausada considerado en el Informe de Política Monetaria. Una secuencia 25-0-0 podría ser excesivamente pausada y se corre el riesgo de que el mercado malentienda un cambio de estrategia. En esta oportunidad, además, se estaría validando una trayectoria de tasas de mercado que parece ser coherente con la estrategia planteada.

2.2 Análisis y comentarios de las opciones

Un participante señala que está de acuerdo con la alternativa de un alza de la TPM. Cree que los antecedentes dan cuenta de una economía que está creciendo con un alto dinamismo, al mismo tiempo que la economía tiene capacidad para responder frente a este dinamismo. Por lo tanto, es adecuado que la economía siga creciendo para terminar de absorber esas holguras, pero dado el ritmo de crecimiento y el nivel de aceleración que es necesario aplicar en la demanda, una reducción de 25 puntos base de ese impulso parece ser una dosis apropiada en esta reunión. Otro participante concuerda con la percepción de que en este momento 25 puntos base está en la dirección comunicacional que ha hecho el Banco Central anteriormente, y es coherente también con los mayores niveles de actividad que estamos observando.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, ofrece la palabra a los señores Consejeros para proceder a la votación.

Los Consejeros coincidieron en que los desarrollos recientes en la economía chilena han sido favorables. La información analizada muestra un repunte de la actividad de varios sectores productivos, el volumen de exportaciones, importaciones y la inversión. El consumo, se ha mantenido dentro del rango esperado. Varios Consejeros atribuyeron este mayor dinamismo al impulso monetario doméstico, que se manifiesta en el fuerte crecimiento de los agregados monetarios, mientras que otros lo atribuyeron también a que las condiciones internacionales propician este mayor ritmo de crecimiento del producto y del gasto interno.

También hubo consenso en que, frente a esta tendencia, existe otra que muestra presiones inflacionarias subyacentes sorprendentemente acotadas, fenómeno que se observa desde hace varios meses. Estas tendencias se atribuyen a que los costos siguen sin generar grandes presiones. Los márgenes de comercialización han retrocedido e incluso es posible que haya cierto grado inesperado de persistencia luego

de los reducidos registros inflacionarios que se observaron a fines del año anterior y comienzos de éste. En todo caso, mientras un Consejero indicó que estos registros inflacionarios se dan en un contexto de alta credibilidad en la meta de régimen, otro resaltó la importancia de mejorar la comprensión del fenómeno inflacionario en Chile. Considera posible que este proceso se haya modificado luego de los significativos cambios de política macroeconómica que han ocurrido desde 1999, con la flotación cambiaria, la implementación de un esquema más riguroso en metas de inflación, el inicio de una nueva regla fiscal, y crecientes grados de apertura comercial y financiera. En ese contexto indica que se podría estar ante un nuevo régimen y los modelos y parámetros pertenecen a un modelo de política macro distinta.

Un Consejero señaló que un antecedente no favorable, a pesar de la tendencia actual a la baja, es el elevado precio actual del petróleo, lo que estaría materializando uno de los escenarios de riesgo previsto. Adicionalmente, un Consejero estimó que, en un contexto en que la Reserva Federal y otros bancos centrales están subiendo sus tasas, no hacerlo en Chile hoy, significaría un desalineamiento en materia cambiaria.

Frente a estas tendencias diversas, varios Consejeros coincidieron en que con las cifras de crecimiento observadas, superiores al crecimiento del producto potencial, las brechas de capacidad se están reduciendo a una velocidad mayor de lo previamente anticipado, lo cual hace suponer que se dará una aceleración de la inflación en el horizonte de política monetaria. Un Consejero indica que es importante enfatizar que precisamente porque el principal objetivo del Banco Central es la inflación, importa evaluar que una mayor actividad como la que se está observando en algún momento se podría traducir en mayores niveles de precios.

Varios Consejeros señalaron que el elevado grado de expansividad actual de la política monetaria recomendaba incrementar la tasa de política. Se señaló que en la práctica este grado de expansividad es mayor que en meses anteriores, a raíz de la normalización que experimentan las expectativas de inflación entre enero y la actualidad. Adicionalmente, un Consejero indicó que la normalización de las variables reales no requiere de una instancia de política monetaria tan expansiva como la actual.

Varios Consejeros señalaron que un alza acotada permite continuar con un tránsito gradual a tasas más neutrales, actuando así de manera preventiva frente al momento en que las actuales mayores cifras de actividad y gasto se traduzcan también en mayores presiones inflacionarias. Así, dados los efectos rezagados de mayor actividad sobre la inflación, y de no aumentar las tasas, se podría llegar tarde y terminar con alzas más abruptas, lo que sería costoso para la credibilidad y efectividad de la política monetaria y el cumplimiento de la meta. Se indicó que a través de una política de aumentos graduales y pausados en la tasa de política monetaria se reduce el riesgo

de tener que introducir, más adelante, alzas más abruptas en la tasa de interés para mantener, en un horizonte de doce a veinticuatro meses, la inflación en torno a la meta. También se señaló que por ningún motivo debiera interpretarse un eventual aumento en la tasa de política monetaria, en esta ocasión, como una aceleración en el ritmo de normalización de la política monetaria. Por el contrario, este camino debe seguir siendo pausado.

Un Consejero señaló que aún cuando siempre existe el riesgo de equivocación en caso de aumentar tasas y luego que la inflación se mantenga baja por un tiempo más prolongado de lo esperado, el costo de este error es menor, siendo además muy improbable. Ello, por cuanto la tasa de interés ha caído durante el año, de modo que el alza de tasas es apenas para compensar un aumento de la inflación esperada.

Finalmente, algunos Consejeros hicieron presente que el mercado espera un alza de la tasa de política monetaria de 25 puntos base. Aunque ésta no es una razón en sí misma para las decisiones del Banco Central de Chile, ante información mixta, lo esperado por el mercado puede ser una buena indicación de la acción más adecuada, mientras que el actuar de forma inesperada podría llevar a expectativas erradas de un cambio de estrategia en política monetaria.

3. Acuerdo

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acuerda aumentar la tasa de política monetaria en 25 puntos base hasta 2,25% anual.