

# Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2005

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la Sesión de Política Monetaria N° 85, celebrada el 10 de noviembre 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 Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; Gerente General, don Enrique Marshall Rivera; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; 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; Secretaria Ejecutiva del Gabinete de la Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo; Secretario General, don Jorge Court Larenas; Asesora del Ministerio de Hacienda, doña Bernardita Piedrabuena Keymer; y Economista Senior Gerencia de Investigación Económica, don Claudio Soto Gamboa.

### 1. Antecedentes

#### 1.1. Presentación de los antecedentes

Aunque el escenario externo sigue siendo favorable, con un aumento de los términos de intercambio, la tasa de interés internacional ha aumentado y los riesgos en torno a la evolución de la actividad y la inflación mundiales parecen ser mayores. Internamente no se han repetido los signos de debilidad en la actividad de los últimos meses, mientras que el panorama del segundo semestre para el consumo se ha vuelto a acercar al escenario contemplado en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). La inversión y el empleo asalariado siguen bastante pujantes, aunque la primera, afectada también por factores específicos en las importaciones de maquinaria y equipos. La inflación del IPC estuvo por sobre lo previsto en la última Reunión de Política Monetaria (RPM), debido a mayores incrementos de precios de perecibles y de algunos combustibles. La inflación subyacente sigue

contenida, mientras los costos laborales unitarios ya no muestran caídas en doce meses. Ha destacado el fuerte incremento que siguieron experimentando las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile de plazos más largos, principalmente reajustables, y un escenario de inflación que se espera más abultado en los próximos meses. No obstante, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantienen ancladas en torno al centro del rango meta.

La coyuntura externa sigue dando noticias positivas de actividad y perspectivas en las principales zonas económicas. En Estados Unidos de América los datos apuntan a un crecimiento que se ubica por sobre su tendencia, mientras que en Japón se consolida un escenario de mayor crecimiento y en Europa los indicadores de confianza han remontado en algo. Los precios spot y futuros del cobre volvieron a aumentar, mientras que el precio spot del petróleo y de derivados han caído. No obstante esto, los riesgos de una desaceleración brusca de la actividad mundial, sea por el efecto contractivo de los niveles del precio del petróleo o por acciones de política monetaria para contener una eventual aceleración inflacionaria, parecen ser mayores.

Internamente, las tasas de interés de los documentos del Banco Central de Chile han seguido subiendo de manera significativa, en especial las reajustables. La tendencia de alza de tasas responde al ritmo de normalización monetaria más rápido que se espera tanto en Chile como en el mundo, a lo que se agrega ruido de corto plazo producto de la volatilidad mensual de la inflación y del acomodo de portafolio de algunos agentes en el contexto de las mayores tasas. Los agregados monetarios mantienen una expansión moderada, mientras que las condiciones de financiamiento de empresas y personas siguen siendo favorables. De hecho, sólo las tasas de créditos de consumo y comerciales han estado ajenas al escenario de incremento en el costo del financiamiento. El tipo de cambio, tanto nominal como real, ha tenido grados importantes de volatilidad en las últimas tres semanas. En todo caso, y aunque los movimientos que ha tenido el peso son difíciles de atribuir a factores específicos, el incremento del diferencial de tasas internas respecto de las externas en los últimos meses apuntaría a expectativas privadas de mayor depreciación (o menor apreciación) real esperada respecto del dólar.

En general las noticias de actividad del último mes mostraron que no se profundizó la moderación del crecimiento durante el tercer trimestre. La producción industrial y los indicadores de comercio se ubicaron algo por sobre lo previsto durante septiembre. La estimación de consumo privado para el segundo semestre se revisó al alza, aunque no llegando al escenario del IPoM, mientras la inversión continúa creciendo de forma robusta, afectada de manera relevante por las importaciones de buses vinculados al Transantiago. Las exportaciones (minerías e industriales) mostraron en el tercer trimestre un menor dinamismo, lo que se estaría revirtiendo en el cuarto trimestre.

El mercado laboral sigue presentando un panorama positivo. La creación de empleo asalariado continúa fuerte, de acuerdo al patrón sectorial visto en los últimos meses, esto es, sesgado a la contratación en sectores de comercio y servicios. La participación no ha seguido subiendo por lo que la tasa de desocupación desestacionalizada continúa descendiendo de manera rápida, llegando a 7,7% en el último trimestre móvil. Las menores holguras en el mercado laboral se están también manifestando en una aceleración de las remuneraciones y los costos laborales unitarios, que de hecho ya no muestran caídas en doce meses.

La inflación del IPC superó lo previsto en la última RPM, con buena parte de la diferencia atribuible a un incremento mayor de los precios de los bienes perecibles, con una contribución menor de algunos precios de combustibles. La inflación subyacente, en tanto, fue de hecho algo menor que lo proyectado, ubicándose la inflación del IPCX y del IPCX1 en 2,8% y 2,5%, respectivamente. El resto de las medidas de tendencia inflacionaria han continuado aumentando. Las perspectivas de corto plazo apuntan a que la inflación anual del IPC probablemente continuará aumentando en los próximos meses. En esto incide principalmente la evaluación de que las noticias recientes de precios de perecibles son algo más persistentes, el incremento esperado en la tarifa de la locomoción colectiva, el mayor valor del transporte aéreo (por los altos precios del petróleo), entre otros. No obstante esto, la trayectoria de la inflación del IPCX1 se ubicaría marginalmente por debajo de lo proyectado en el IPoM.

Las expectativas privadas respecto a la inflación en el largo plazo han dejado de subir, ubicándose en torno a 3%, y algunas medidas de hecho han mostrado caídas relativamente significativas. Esta evolución de las expectativas podría vincularse a que la aceleración inflacionaria, producto de mayores precios del petróleo, ya se habría producido y no quedarían incrementos adicionales gracias a que el traspaso a subyacente sería acotado. Adicionalmente, tanto la estructura de tasas como las encuestas a analistas indican que se espera un aumento más rápido que lo previsto hace dos meses atrás de la Tasa de Política Monetaria (TPM), lo que también puede haber contribuido a acotar el repunte de las expectativas de inflación. En términos de crecimiento, el panorama de los analistas para el corto plazo no ha sufrido mayores modificaciones.

## 1.2. Análisis y comentarios de los antecedentes

Se señaló que el incremento en algunas medidas de los spreads soberanos de Chile no constituye un cambio genuino, sino que está afectado por la incorporación de un bono de largo plazo de CODELCO en su cálculo.

Se hizo notar que la inflación ha aumentado en todos los países y que persiste la interrogante de cuánto de eso se va a pasar a efectos de segunda vuelta y a salarios, lo

que podría ocurrir si el shock es muy persistente. Hasta ahora, en la actual coyuntura de elevados precios de combustibles, los bancos centrales en el mundo parecen estar tranquilos por cuanto, al contrario de lo observado en las cifras de inflación total, no se han evidenciado efectos importantes en la inflación subyacente.

En general, se ha visto que el coeficiente de traspaso de movimientos de algunos precios relevantes hacia inflación se ha reducido prácticamente en todo el mundo. Ha caído el coeficiente de traspaso de tipo de cambio a inflación, y ha sucedido lo mismo con el coeficiente de traspaso del precio del petróleo a inflación. Esto implica que en el mundo hoy día se pueden acomodar cambios de precios relativos más fácilmente sin necesariamente tener consecuencias inflacionarias.

Adicionalmente, se discutió respecto del hecho que, a nivel internacional, la brecha del producto explicaría cada vez menos los cambios en la inflación. No existiría evidencia robusta de que en Chile esté pasando algo similar, posiblemente porque se tiene una historia muy corta, pero es un fenómeno bien establecido a nivel internacional y que plantea preguntas para la política monetaria. Adicionalmente, existe evidencia contundente de que la persistencia de la inflación ha caído en todas partes, lo cual está estadísticamente bien establecido.

Parte de la explicación de estos fenómenos podría estar asociada a la globalización de las economías. En particular, el poder de mercado de los productores se ha ido reduciendo porque hay una mayor intensidad o mayor capacidad de importar desde otras economías. Por lo tanto, habría una mayor posibilidad de sustituir bienes que se hacen más costosos desde orígenes alternativos. Como antecedente, se ha señalado que hoy día existe una menor correlación entre los costos laborales unitarios y la inflación. Puesto de otra manera, los márgenes son hoy día más flexibles para absorber ese tipo de presiones.

En todo caso se hizo notar que en Estados Unidos de América, todavía debe producirse un aumento importante en los precios de gas natural ahora que empieza el período de invierno, y también de la electricidad. Esto podría tener un impacto negativo sobre la demanda agregada en los Estados Unidos de América en la medida que tenga un efecto contractivo sobre el consumo.

También se señaló que un riesgo global puede provenir del mercado inmobiliario. Se ha visto que la actividad en el sector vivienda, especialmente de viviendas nuevas, está cayendo en el margen. También se estaría viendo que los inventarios de viviendas nuevas están creciendo. Esto se podría traducir en precios de viviendas que podrían empezar a caer, lo cual podría tener efectos negativos sobre el consumo y la actividad.

Otro punto que se destacó en la discusión, es que los aumentos de las tasas no reajustables de largo plazo han sido menores que para el caso de las tasas de interés reajustables. Por una parte se señaló que esto puede estar reflejando una situación anormal, por lo que difícilmente se puede deducir que la compensación inflacionaria refleje una reducción significativa de las expectativas de inflación en los próximos cinco años. Esto sería en algo contradictorio con el escenario macro general y podría simplemente reflejar algunos elementos en las tasas de interés que están alterados por factores de corto plazo, asociados a los efectos coyunturales de cambios de portafolio de inversionistas y el impacto de saltos puntuales en la inflación mensual. También se destacó que la comparación entre la evolución de la tasa de interés en UF en Chile y la del bono indexado de Estados Unidos de América corregido por riesgo país, sugiere que podría haberse producido en un momento algún grado de sobre-reacción al alza en las tasas de UF en Chile. Con todo, también se consideró que una posible explicación para la evolución reciente de las tasas de interés indexadas es que se estaría produciendo una normalización al alza después de un período largo en que fueron inusualmente reducidas.

A partir de lo anterior se discutió respecto a cuán expansiva ha sido y está siendo la política monetaria. Se señaló que algunas medidas del impulso monetario muestran que este sigue siendo importante a pesar de los sucesivos incrementos de la TPM. Esto se debe, por una parte, a que junto con la normalización de las tasas, las expectativas de inflación también han subido algo. Por otra parte, el hecho que las tasas largas de interés se hayan mantenido reducidas hasta hace un tiempo también ha incidido en la expansividad que presenta la política monetaria. Por último, la tasa de interés neutral ha ido cambiando en el tiempo lo cual también afecta el grado de expansividad de la política monetaria.

Se analizó el incremento sustancial de los depósitos a plazo en un contexto en que las tasas de captación también han aumentado. Se consideró que a la venta de instrumentos financieros, tanto en pesos como en UF, por parte de los fondos mutuos se sumaría que las fuentes rápidas de liquidez hoy día son más caras. Todo esto hace que en el escenario actual de normalización de estímulo monetario haya un proceso de ajuste de portafolio, el cual debiese ser transitorio.

Se enfatizó que el crecimiento anual de los costos laborales haya dejado de ser negativo, se explica por un cambio de la base de comparación. El fuerte incremento de la productividad que motivó la caída de los CLU se concentró básicamente entre fines de 2004 y principios de 2005. Dado que este aumento de la productividad no ha continuado en el margen, su efecto sobre la medición de los CLU ha tendido a desaparecer de la base de comparación.

Se analizó con especial detención la evolución del consumo considerando que en la RPM anterior se identificó que tendría cierta debilidad. Los datos más recientes ahora señalan que el suavizamiento del consumo ha sido bastante más acotado, lo que podría explicarse en parte por la dinámica exhibida por el precio del petróleo en los últimos dos meses. El aumento en el precio de los combustibles significó, además de un efecto sobre los costos y precios, un efecto sobre la demanda al disminuir el ingreso disponible real de las personas. De esta manera los mayores precios del petróleo habrían tenido un efecto negativo en el dinamismo del consumo, aunque este efecto pareciera que no ha continuado.

Con relación a la velocidad de cierre de las holguras, por un lado se señaló que la actividad ha tenido una desaceleración algo más rápida que lo previsto en el último IPoM. En este contexto se destacó que parte importante de la desaceleración del producto se debe al menor dinamismo de la pesca y la minería. Por otro lado se señaló que la disminución de la tasa de desempleo, que ha sido bastante fuerte y que ya se está reflejando algo en salarios nominales, y evidencia casuística de escasez de mano de obra, podrían indicar cuellos de botella incipientes en la economía.

## 2. Opciones

---

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

Como en RPM recientes, se podría justificar un aumento de la TPM considerando que los niveles actuales de la TPM están por debajo de cualquier medida neutral, la economía ya no requiere de un impulso intenso, y este ajuste conviene realizarlo de manera gradual. El aumento de la inflación subyacente hacia el centro del rango meta, el incremento de las otras medidas de tendencia inflacionaria, y el hecho de que las holguras de actividad sigan disminuyendo, sustentan esta idea.

A pesar de lo anterior, podría argumentarse que, luego de cuatro alzas consecutivas en la TPM, este mes puede ser momento de una pausa considerando (i) la reducción del impulso monetario que envuelve el aumento de tasas de interés de mercado y (ii) el hecho de que la inflación subyacente esté marginalmente por debajo de lo proyectado en el IPoM y la actividad siga un patrón algo menos dinámico que el proyectado. En efecto, las proyecciones del último Informe (al igual que las expectativas de mercado vigentes en ese momento) consideraban una trayectoria de la TPM menos rápida que cinco alzas mensuales consecutivas, al mismo tiempo que las noticias acumuladas sobre inflación subyacente y actividad no parecen apoyar un empujamiento de esta trayectoria. Desde septiembre, sin embargo, la inflación del IPC ha estado bastante

por encima de las proyecciones, hecho que ha requerido modificar esta trayectoria de tasas de manera de asegurar el mantenimiento de expectativas bien ancladas. El que las tasas de mercado hayan aumentado, justamente refleja este hecho y no validarlas podría arriesgar su adecuado comportamiento. Además, dado que la TPM está por debajo de cualquier estimación neutral, un aumento de la tasa hoy, en un cuadro en que las brechas se copan progresivamente y la inflación subyacente aumenta gradualmente, reduce la probabilidad de tener que realizar ajustes más fuertes en el futuro.

En el otro extremo, los argumentos a favor de un alza de 50 puntos base podrían ser (i) el nivel que ha alcanzado la inflación anual – en particular, el hecho de que se ubique por encima del rango meta–; (ii) el dinamismo que muestra el gasto interno; y (iii) los riesgos de que, en este cuadro de mayor ritmo de aumento de precios, se desanclen las expectativas de inflación y se den efectos mayores de segunda vuelta. Estas consideraciones, sin embargo, no parecen suficientes. El aumento inesperado de la inflación obedece a factores puntuales y probablemente transitorios. De hecho, algunos choques, como el de los precios de los combustibles, se han estado revirtiendo. Además, no es evidente que se requiera una acción de política más agresiva por el solo hecho de que la inflación traspase los bordes del rango meta. El gasto, por su parte, no se aleja sustancialmente del escenario base del IPoM, mientras que en el último mes las expectativas de inflación se han acercado al centro del rango meta, lo que en principio aleja los riesgos de desanclaje mencionados.

De esta manera, se puede justificar un aumento de 25 puntos base considerando que es un movimiento coherente con continuar normalizando la política monetaria, y que la normalización es necesaria para mantener la trayectoria de la inflación en torno a 3% en el mediano plazo. Un movimiento de esta magnitud y en esta oportunidad parece adecuado, considerando que el buen comportamiento de las expectativas de inflación no es independiente de las expectativas que forman los agentes respecto de la reacción de la política monetaria. Estas expectativas justamente consideran aumentos sucesivos de la TPM de 25 puntos base. Además, considerando que un aumento de 25 puntos base es ampliamente esperado por el mercado –se aprecia casi unanimidad en las encuestas– un alza de esa magnitud no debería afectar mayormente la estructura de precios de activos (incluyendo el tipo de cambio).

### 3. Decisión de política monetaria

Algunos Consejeros señalaron que el escenario internacional continúa favorable para la economía chilena, en un contexto de actividad mundial sólida y mejores términos de intercambio. Pero, varios Consejeros también señalaron que han habido importantes ajustes al alza en las tasas de interés internacionales y que se esperan

aumentos más rápidos en las tasas de política, especialmente en Estados Unidos de América, por mayores presiones inflacionarias. En este contexto, algunos Consejeros destacaron que los riesgos asociados al escenario internacional son algo superiores a los señalados en la RPM anterior.

En el plano interno, varios Consejeros destacaron que la demanda interna sigue mostrando un gran dinamismo, que supera incluso lo previsto en el IPoM de septiembre. Esto se explica por un consumo que continúa dinámico y por una formación bruta de capital fijo que mantiene elevadas tasas de expansión, situándose incluso por sobre lo proyectado.

Varios Consejeros destacaron que el mercado laboral mantiene una mezcla de aumento del empleo y costos laborales unitarios contenidos, aunque éstos han dejado de caer y comienzan a mostrar una aceleración en su crecimiento.

Los Consejeros coincidieron en que la inflación de octubre volvió a mostrar sorpresas, ubicándose ahora por encima del rango meta. Esto se debe en gran medida a choques de precios de combustibles y de algunos bienes perecibles, cuya incidencia debiese ser transitoria. Todos los Consejeros destacaron que la inflación subyacente se acerca gradualmente al centro del rango meta, aunque a un ritmo algo menor de lo proyectado en el IPoM.

Varios Consejeros destacaron que a pesar del aumento reciente de la inflación, las expectativas de inflación se han acercado al centro del rango meta, especialmente a plazos de más de un año.

Algunos Consejeros destacaron que las condiciones monetarias y crediticias siguen siendo claramente expansivas, aunque el alza de las tasas de mercado ha reducido el grado de expansividad de la política monetaria.

Un Consejero señaló que los indicadores de mercados financieros aparecen algo afectados por razones coyunturales, por lo que la estructura de tasas de interés proporciona información menos confiable que lo habitual sobre expectativas de mediano y largo plazo.

Si bien los Consejeros señalaron que continúa el cierre progresivo en la brecha de actividad con un crecimiento del producto mayor a su potencial, algunos Consejeros señalaron que existe incertidumbre con respecto a la velocidad de cierre de esta brecha. Un Consejero señaló que la probabilidad de que la brecha este más cerrada de lo que se pensaba es baja, a lo cual otro Consejero añadió que no se puede descartar la posibilidad de que las presiones inflacionarias asociadas al cierre de brechas se disipen más rápido de lo esperado. Por el contrario, un Consejero

señaló que subsisten grados de incertidumbres mayores que en el pasado por cuanto persiste la posibilidad de un agotamiento más rápido de lo previsto de las brechas de capacidad.

Varios de los Consejeros coincidieron en que en la actual coyuntura uno de los riesgos más importantes es que los eventuales efectos de segunda vuelta de las sorpresas inflacionarias recientes se traduzcan en un desanclaje de las expectativas. En este contexto algunos Consejeros destacaron que un aumento de tasas de 25 puntos base es ampliamente esperado por el mercado.

Asimismo, varios Consejeros coincidieron en que los antecedentes presentados ameritan mantener el ritmo de normalización de la política monetaria. Por lo tanto, se señaló que lo apropiado es seguir normalizando gradualmente la política monetaria para que se mantenga el proceso de crecimiento sostenido y la inflación de tendencia anclada en torno al centro del rango meta. Con esta estrategia, señaló un Consejero, se reduce también la probabilidad de tener que introducir alza de la tasa de política monetaria de mayor magnitud en el futuro y también con costos más pronunciados.

#### **4. Acuerdo**

---

El Presidente señor Corbo, el Vicepresidente señor De Gregorio, la Consejera señora Ovalle y los Consejeros señor Desormeaux y señor Marfán, acordaron por unanimidad aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 4,5% anual.