

Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2004

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

Reunión de Política Monetaria

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 69 celebrada el 12 de octubre 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 la señora Subsecretaria de Hacienda, doña María Eugenia Wagner Brizzi.

Se encuentran presentes los señores Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso; Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga; Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebel Dunker; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de antecedentes

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

Síntesis del mes

Desde la publicación del Informe de Política Monetaria se han conocido varias noticias significativas. En el entorno externo, aunque las condiciones que favorecen un crecimiento económico elevado se mantienen, el precio del petróleo ha llegado a nuevos máximos, superando los US\$ 50 por barril. En el ámbito interno, la actividad económica ha sorprendido con un dinamismo superior al previsto, en particular en el sector industrial, mientras que el gasto interno, empujado por la formación bruta de capital, se aprecia superior al previsto apenas un mes atrás. El mercado

laboral continúa presentando una marcada heterogeneidad, con alto desempleo, pero a la vez con indicadores positivos de creación de empleo. La inflación subyacente (que excluye algunos bienes cuyos precios son más volátiles) se ubicó casi dos décimas por debajo de lo previsto hace un mes, mientras el crecimiento de los costos laborales se mantiene especialmente acotado. Finalmente, las expectativas privadas y los mercados financieros han reaccionado con intensidad a los nuevos antecedentes, con lo que la trayectoria esperada para la tasa de política monetaria se ha empujado y el peso ha mostrado una apreciación que en principio se puede vincular a esto último.

El escenario de crecimiento mundial continúa siendo favorable. La información coyuntural para Estados Unidos de América ha confirmado que la debilidad del segundo trimestre resultó menos marcada y pasajera de lo inicialmente previsto, mientras en Europa el ritmo de crecimiento esperado se mantiene y en Japón la actividad proyectada se ha resentido levemente, principalmente por una demanda interna menos dinámica. Sin duda, el principal factor que ha modificado la situación coyuntural del entorno externo ha sido el mayor precio del petróleo a escala mundial. Por el lado del cobre, se considera que los mayores precios observados recientemente no justifican cambiar las perspectivas contenidas en el Informe de Política Monetaria reciente. Finalmente, el entorno financiero se mantiene bastante favorable. El fuerte incremento del precio de los combustibles no ha afectado el ritmo mesurado que, se espera, seguirá mostrando la normalización de la política monetaria en las principales economías. Tampoco ha afectado a los spreads soberanos.

En Chile, luego del alza de la tasa de política monetaria decidida en la reunión pasada, los mercados financieros han reaccionado al mayor precio del petróleo y las buenas noticias por el lado de la actividad. El conjunto de tasas de interés se ha incrementado, lo que refleja en alguna medida un escenario de inflación a mediano plazo algo superior al previsto, pero sobre todo una trayectoria implícita para la tasa de política considerablemente más empujada que hace un mes. La curva forward (una medida de la secuencia de TPM implícita en las tasas de interés de mercado) y la encuesta de expectativas mensual indican hacia el próximo año niveles para la tasa de política de entre 75 y 100 puntos base superiores a los esperados en el mes pasado. El tipo de cambio se ha apreciado bastante, lo que se puede asociar básicamente a estas mayores tasas de interés. Las condiciones crediticias continúan siendo favorables, a la vez que los distintos agregados monetarios siguen mostrando un dinamismo significativo.

Con respecto a la actividad y el gasto, las noticias han sido positivas. La producción industrial sorprendió significativamente al alza en el último mes. Las expectativas empresariales siguen repuntando, al igual que la formación bruta de capital fijo, la que volvió a sorprender en septiembre. El componente durable del gasto en consumo

privado detuvo su caída y presenta un repunte incipiente. Las exportaciones, en tanto, han mostrado un dinamismo ligeramente menor, el cual se atribuye esencialmente a una acumulación no anticipada de existencias por parte de grandes empresas mineras. El elemento que sigue poniendo una nota de cautela en este panorama en general auspicioso es la confianza de los consumidores, la que nuevamente empeoró. Los vaivenes de esta variable en el corto plazo probablemente siguen asociados a las fluctuaciones del precio de los combustibles y de la locomoción colectiva. Por ahora, se sigue evaluando si por el lado del mercado laboral no se está induciendo a una mayor debilidad generalizada en el consumo y el gasto interno.

Respecto de esto último, las últimas informaciones confirman una acentuada heterogeneidad dentro del mercado laboral. Por un lado, aunque en lo más reciente la fuerte recomposición entre empleo asalariado y empleo por cuenta propia medido por el Instituto Nacional de Estadísticas se detuvo, se sigue apreciando un incremento sostenido de las vacantes y del empleo formal (si bien los asalariados del Instituto Nacional de Estadísticas muestran algo menos de dinamismo), junto con un repunte del empleo en la construcción y en la industria. La tendencia de la fuerza de trabajo sigue siendo creciente, sin reflejar desaliento, y las perspectivas empresariales respecto de la creación de empleos son alentadoras. Por otro lado, el empleo agrícola continúa cayendo y la tasa de desocupación nacional ha vuelto a niveles cercanos a los del 2001. Quizá la mejor indicación de las inusuales condiciones del mercado laboral sea la clara divergencia que se aprecia en la tasa de desocupación y la tasa de vacantes respecto de sus tendencias históricas.

Finalmente, la inflación subyacente (que excluye algunos bienes cuyos precios son más volátiles) se ubicó por debajo de lo previsto, con lo que se revirtió levemente la aceleración de los precios que se venía observando desde el segundo trimestre. Aunque siempre es posible encontrar antecedentes casuísticos que expliquen por qué la trayectoria de los precios no repuntó en este mes en particular, puede ser que el ritmo de cierre de holguras y/o las tendencias de los costos laborales no sean tan intensas como se deduciría de los patrones históricos. Se configura entonces un escenario de riesgo de inflación más acotado para los próximos trimestres, lo que se puede apreciar en algunas proyecciones alternativas al escenario central. En todo caso, dados el dinamismo que está tomando la actividad y la evidencia mixta del mercado laboral, se puede descartar que el menor ritmo inflacionario observado se deba a una debilidad generalizada en las condiciones de demanda.

1.1.1. Escenario internacional

Se mantiene un favorable panorama internacional para la economía chilena. El crecimiento mundial se aprecia dinámico, el precio del cobre continúa en niveles elevados y se espera que las condiciones financieras internacionales relajadas se

atenúen de forma gradual en los próximos dos años. En contraposición, el precio del petróleo ha llegado a sus niveles más altos en términos reales en veinte años. Esto ha acrecentado la incertidumbre respecto de su trayectoria futura y de los efectos que pudiera generar sobre la actividad mundial y/o la inflación, con sus implicancias sobre las decisiones de política monetaria en el mundo desarrollado.

Las proyecciones de crecimiento mundial no han sufrido cambios relevantes respecto del escenario base de septiembre. Por región, las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos de América se mantienen. Ello considerando el crecimiento del segundo trimestre, que fue superior al estimado: 3,3% trimestre/trimestre anualizado. Para el tercer trimestre, los indicadores disponibles de consumo personal y confianza de consumidores apuntan a una actividad mejor que en el trimestre previo. Ello se refuerza con la creación de empleos, que aunque más lenta que lo esperado, sigue mostrando una recuperación. Las cifras de inversión, en particular la residencial, continúan con un gran dinamismo. Por último, la productividad de esta economía apoya con fuerza el crecimiento, mientras la política monetaria, a pesar de haber iniciado ya un ciclo de normalización, es aún altamente expansiva. En la zona euro, los indicadores siguen dando cuenta de una recuperación moderada, principalmente liderada por el sector externo, al que se suma la demanda interna en algunos países. Lo anterior es validado por los indicadores de confianza, tanto empresarial como de consumidores, que se han mantenido en niveles más elevados. En Japón, las proyecciones de crecimiento para el 2004 caen 0,3 punto porcentual, dando cuenta del efecto de los altos precios del petróleo y de una expansión del PIB del segundo trimestre por debajo de las expectativas. Se estima que la desaceleración del segundo cuarto sería transitoria, pues indicadores más recientes, en especial la encuesta Tankan, validan una actividad más dinámica para el resto del año.

Durante septiembre, el precio del petróleo superó los niveles proyectados, transándose por sobre los US\$ 47 el barril. Ello se asocia a algunos factores coyunturales, y a una creciente demanda para constituir inventarios estratégicos por parte de las principales economías desarrolladas. Este escenario se conforma junto a elementos de carácter más estructural, relacionados con una fuerte demanda por petróleo por parte de los principales consumidores, con los productores operando a plena capacidad.

En septiembre, el precio del cobre siguió una trayectoria al alza, asociada a la posibilidad de huelgas en yacimientos mineros de distintas regiones, lo que motivó la entrada de agentes especuladores. Un espacio relativamente estrecho en este mercado, consecuencia de la dinámica que ha mostrado la demanda, presionó fuertemente el precio.

Los indicadores financieros de los mercados desarrollados siguen dando cuenta de condiciones favorables. El aumento de las tasas de interés de corto plazo, reflejo de

la normalización del estímulo monetario, vino acompañado de una reducción de las tasas de interés de largo plazo. En Estados Unidos de América, estas últimas se ubicaron gran parte de septiembre en torno a 4%, con indicadores de precios y el comunicado de la Reserva Federal que señalaron que la inflación está bien contenida. Más recientemente, ante la corrección del PIB del segundo trimestre y alentadores indicadores, los rendimientos se han elevado a comienzos de octubre (4,17%). El dólar se ha mantenido relativamente estable, cotizándose en la vecindad de US\$ 1,22-US\$ 1,23 por euro y en torno a ¥ 110 por dólar.

Las expectativas respecto de la política monetaria en las economías desarrolladas no tienen cambios significativos respecto de comienzos de septiembre. En Estados Unidos de América, la Reserva Federal subió la tasa de interés de los fondos federales en 25 puntos base en su última reunión. En su comunicado mantiene los balances de riesgos, en términos de crecimiento e inflación, y su lenguaje sugiere un alza mesurada de la tasa de interés hacia el futuro. Los mercados contemplan un escenario que lleva la tasa de interés a 2% a fin de año. En la zona euro, el escenario central sugiere que la tasa repo (referente para la política monetaria) se mantendría en sus niveles actuales hasta principios del 2005, de acuerdo con una actividad que se recupera poco a poco y una trayectoria para la inflación que no resulta preocupante.

En las últimas semanas, las economías emergentes han visto mejores condiciones de financiamiento externo. A la caída en las tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas se suma el descenso de los spreads de riesgo crediticio. La velocidad con la cual se han ajustado las tasas de interés en Estados Unidos de América y las expectativas de una trayectoria mesurada para la misma, conforman un panorama positivo para los flujos de capitales hacia economías emergentes, reflejado en la evolución de las inversiones de fondos internacionales. Algunas economías emergentes han aprovechado esta coyuntura favorable, y han efectuado colocaciones exitosas de deuda soberana de modo de reestructurar sus pasivos.

1.1.2. Mercados financieros

Tasas de interés y expectativas

Desde la última reunión, los mercados financieros han reaccionado al aumento de la Tasa de Política Monetaria, los mayores precios del petróleo y las mejores perspectivas para el crecimiento de la economía chilena. Ello se ha reflejado en la evolución de la mayoría de las expectativas de inflación y en incrementos de las tasas de interés a distintos plazos, especialmente en pesos. Las tasas de colocación continúan en niveles muy favorables.

Comparadas con los valores del cierre del Informe de Política Monetaria de septiembre, las tasas de interés de los instrumentos reajustables aumentaron en promedio

30 puntos base, ubicándose los BCU en 2,5% a 5 años y en 3,3% a 10 años. Las tasas de interés de los BCP aumentaron fuertemente (entre 70 y 110 puntos base) más que revirtiendo las caídas del mes anterior. En lo más reciente la tasa de interés del BCP-2 llegó a 4,4%, mientras que la de los BCP-5 y BCP-10 años a 5,7% y 6,7%, respectivamente. Las tasas de interés de los instrumentos nominales de corto plazo, PDDBC, se ubican por sobre la TPM (+40 puntos base).

La compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales a distintos plazos aumentó entre 50 y 100 puntos base respecto de la reunión de septiembre, situándose en torno al centro del rango meta. Las expectativas de inflación de la encuesta a las mesas de dinero, se incrementó recientemente (5 y 10 puntos base) comparadas con las cifras al momento de la reunión anterior. En tanto, la encuesta de expectativas del Banco Central de Chile de octubre indica un aumento en la inflación esperada a un año, ubicándola en 3%, al igual que la prevista a dos años.

Las expectativas para la tasa de política monetaria implícitas en la curva forward aumentaron respecto de la reunión anterior, anticipándose un incremento del orden de 110 puntos base en los próximos seis meses y de otros 90 puntos base en los siguientes seis. Respecto del Informe de Política Monetaria de septiembre, la curva forward indica un aumento en las expectativas 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 octubre, considera una evolución más pausada, pero que también mostró un cambio de pendiente.

Agregados monetarios

En septiembre, si bien el M1A aumentó por sobre lo estimado por el modelo de proyección habitual, esta desviación fue menor a la de meses anteriores (0,3%). Con ello, la tasa de crecimiento anual de este agregado pasó desde 27,3% a 26,5% entre agosto y septiembre. De todas maneras, se ha acumulado desde mayo una desviación relevante entre el dinero observado y el previsto. Las tasas de crecimiento de los agregados más amplios aumentaron 17,2% y 6,7%, para el M2A y M7, respectivamente.

Condiciones de crédito y financiamiento

En agosto, los créditos de personas mantuvieron elevadas tasas de incremento anual: 19% para consumo y 17,4% para vivienda. En septiembre, las tasas de interés de los créditos de consumo se redujeron levemente respecto de agosto. Las tasas de interés de las letras de crédito tuvieron un rebote desde mínimos históricos. En particular, las tasas de las letras en UF con duración de 5 a 6 años, clasificación AA y tasa facial entre 4%-5% promediaron 3,9% (+22 puntos base) en el mes. Las letras emitidas con tasa facial entre 5%-6% subieron hasta 4% (+7 puntos base).

La tasa de crecimiento anual de la deuda bancaria de empresas llegó a 6% durante agosto. Sigue destacando el incremento de los canales de financiamiento alternativos tales como el leasing y factoring, los cuales registraron tasas de crecimiento anuales de 22% y 130%, respectivamente. Las tasas de interés promedio ponderada de los créditos comerciales se mantuvieron en niveles similares a los de agosto. En septiembre, la deuda bancaria total continuó incrementándose registrando una tasa de crecimiento anual de 9% nominal.

Bolsa

En septiembre, el IPSA alcanzó niveles históricos de 1.700 puntos al desalinearse respecto del comportamiento de las bolsas norteamericanas. Así, desde la reunión pasada el IPSA creció 8% medido en dólares y 4% en pesos, acumulando en el año un crecimiento de 14% y 15%, respectivamente. Este mejor desempeño responde a las mejores perspectivas económicas sumado a los buenos resultados de las empresas, principalmente del sector retail y bancario.

Respecto de las bolsas internacionales, el Nasdaq aumentó 5% en igual período, mientras que el Dow Jones cayó 2%, acumulando en el año variaciones de -3%, ambos indicadores.

Tipo de cambio

Durante el último mes el tipo de cambio se ha apreciado cerca de 4%, cotizándose en la actualidad en torno a \$ 600 por dólar. Ello es coherente con un diferencial entre tasas de interés nominal internas y externas que ha aumentado más de cincuenta puntos base, debido al incremento de las tasas de interés internas y de las mayores expectativas de inflación.

Al medir la evolución de la moneda local respecto de una canasta de monedas, la apreciación ha sido menor: del orden de 3% y 3,5% con respecto al TCM y TCM-5, respectivamente. En cuanto a las perspectivas para el tipo de cambio, los resultados de la encuesta de expectativas de octubre señalan que a un año plazo el peso se depreciaría del orden de 2,5% respecto de su nivel actual, valor que llega a 4% en dos años plazo.

Por su parte, respecto de agosto el TCR y TCR-5 cayó 4% y 5%, respectivamente. En octubre el TCR se ubica en valores similares a los de fines del primer trimestre (97,6), equivalente a un aumento cercano a 3% respecto de diciembre y 15% por sobre el promedio de los noventa. El diferencial real también ha presentado una trayectoria al alza aunque menos marcada que la del nominal.

1.1.3 Demanda agregada y cuentas externas

Los antecedentes acumulados de la anterior reunión indican que la demanda interna ha continuado con un ritmo de crecimiento superior al PIB, y con un dinamismo mayor a lo esperado. Las principales novedades provienen tanto del componente de maquinaria y equipos de la formación bruta de capital fijo (FBCF) como del consumo privado.

Consumo y existencias

Luego de una mejora puntual, las expectativas de los consumidores volvieron a deteriorarse. Ello se explica por una caída en la percepción económica de mediano y largo plazo y en la compra de bienes durables. Esta tendencia está en línea con lo esperado, considerando la evolución del precio de los combustibles y del desempleo.

A pesar de esto, la evolución del consumo privado tanto total como durable ha vuelto a retomar dinamismo. En particular, los indicadores de consumo durable se mantienen en niveles altos y crecientes.

En existencias, se aprecia una mayor acumulación en el tercer trimestre, en particular del sector minero. El comercio continúa acumulando inventarios de la mano de un aumento importante de las importaciones de bienes de consumo, a la vez que la industria mantiene sus niveles. Los antecedentes sectoriales recogidos por el indicador mensual de confianza empresarial señalan que los niveles actuales de inventarios son superiores a lo deseado en todos los sectores de la economía.

Formación bruta de capital fijo

El aumento de los indicadores de expectativas por tercer mes consecutivo reafirma la visión optimista del sector empresarial. Destacan las mejores perspectivas en la construcción.

La inversión continúa creciendo, explicada principalmente por el comportamiento del componente maquinaria y equipos (41% de la formación bruta de capital fijo). En particular, el volumen de importaciones de bienes de capital para el tercer trimestre del 2004 continúa corrigiéndose al alza, llegando a 27,4% y con una velocidad relevante.

Respecto del componente de edificación de la inversión (32% de la formación bruta de capital fijo), la información de ventas de viviendas de agosto mantuvo la tendencia positiva reciente.

Política fiscal

En julio, los ingresos presupuestarios aumentaron 14,3% anual, de los cuales 12,7 puntos porcentuales fueron explicados por el crecimiento de los ingresos tributarios netos (8,8% anual) y del cobre bruto (211,8% anual). Los gastos presupuestarios y con efecto macroeconómico crecieron alrededor de 5,0% anual. Con todo, el balance acumulado a julio llegó a 1,8% del PIB.

De acuerdo con los nuevos antecedentes incorporados en la Ley de Presupuestos del 2005, se espera que el balance global del gobierno central alcance a 1,9% y 1,2% del PIB para el 2004 y 2005, respectivamente. Ambas cifras están en línea con lo proyectado. La corrección al alza de 0,3 punto porcentual de las estimaciones del balance para el 2004 se explica por el ajuste de supuestos macroeconómicos y la incorporación de datos efectivos para Codelco, y no estimados, del 2003.

El porcentaje de avance de los ingresos sobre lo presupuestado es superior a lo observado en años anteriores producto del mayor precio del cobre y recaudación tributaria que lo considerado en la Ley de Presupuestos. Los gastos están en línea con los observados anteriormente.

Sector externo

En septiembre, las exportaciones e importaciones alcanzaron US\$ 2.430 millones y US\$ 2.270 millones, lo que representa crecimientos anuales de 52% y 44% para las ventas y compras al exterior, respectivamente.

En el tercer trimestre, las exportaciones e importaciones alcanzaron US\$ 7.930 millones y US\$ 6.500 millones, respectivamente. Esto representa crecimientos anuales de 57% y 32% para las ventas y compras al exterior, respectivamente.

1.1.4 Actividad y empleo

Actividad económica

El dinamismo del sector minero e industrial explicó parte importante del crecimiento del Imacec en el mes: 7,4%.

En el caso de la industria, el cambio en la medición sectorial del Instituto Nacional de Estadísticas tuvo efectos marginales en el agregado de agosto, por lo que la mayor actividad se asocia con noticias genuinas de mayor crecimiento. Destacó el desempeño de los sectores que destinan la producción a la inversión y al mercado interno. Las proyecciones de este sector se corrigen al alza para el resto del año, en base a los nuevos antecedentes. El cambio metodológico del Instituto Nacional

de Estadísticas también afectó la medición de las ventas industriales y por ende de la actividad del comercio, así como la medición del Imacec de transporte, aunque en menor medida.

Mercado laboral

Según la información proveniente del Instituto Nacional de Estadísticas, en el trimestre móvil finalizado en agosto el mercado laboral presentó un comportamiento bastante heterogéneo. Si bien a nivel agregado el empleo desestacionalizado no exhibe un panorama muy diferente al expuesto en el Informe de Política Monetaria de septiembre, algunos sectores económicos y categorías ocupacionales fueron bastante dinámicos según la información más reciente. Otras fuentes que corroboran esta visión más positiva son el empleo de asalariados reportado por la Asociación Chilena de Seguridad y el índice de vacantes para septiembre.

Más allá de la relativa estabilidad del empleo, la fuerza de trabajo ha continuado aumentando, reflejando que los agentes no han perdido el aliento por participar en el mercado laboral.

Por categorías, el empleo asalariado y por cuenta propia tuvieron reversiones importantes en las tendencias que mostraban hasta el trimestre móvil anterior, aunque en el caso del primero su tasa de crecimiento anual continuó en cifras del orden de 4%.

Destacó el mayor dinamismo de la ocupación en la construcción e industria, coherente con las mejores noticias de actividad en estos sectores.

En el trimestre móvil finalizado en septiembre, las vacantes registraron un aumento importante, tanto en variación anual (25%) como en niveles desestacionalizados. Sin embargo, al observar la curva de Beveridge —que relaciona la tasa de desempleo con las vacantes como proporción de la fuerza de trabajo— el punto correspondiente a septiembre se encuentra desalineado de la trayectoria histórica y fuera del intervalo de confianza emanado de la estimación de la curva. Lo anterior da cuenta de un posible período de ajuste ante shocks de corto y mediano plazo no provenientes de la actividad agregada. Este tipo de perturbaciones se relacionan, en general, con procesos de cambios en la composición del empleo y/o shocks de oferta de trabajo, situación observada durante el último año.

La tasa de desempleo nacional subió a 9,9%, 0,5 punto porcentual por sobre el registro de igual mes del año anterior. Eliminada estacionalidad, esta cifra se mantuvo en 9,1% por tercer mes consecutivo. El incremento del desempleo se atribuye en parte al aumento en la tasa de participación.

En cuanto a las expectativas de las personas respecto del mercado laboral en los próximos meses, también la información es heterogénea. Por un lado, según la información que reporta Adimark sobre cuál es la percepción de los agentes en cuanto a la evolución del desempleo nacional en los próximos doce meses, el valor de agosto mostró pesimismo, luego del optimismo exhibido en julio. En cambio, según el indicador mensual de confianza empresarial para septiembre, los empresarios tienen mejores perspectivas de empleo para los próximos tres meses, para los sectores comercio, industria y construcción.

1.1.5 Precios y costos

En septiembre el IPC aumentó 0,1%, igual cifra se obtuvo para el IPCX e IPCX1. El incremento en doce meses del IPC llegó a 1,5%, mientras que el del IPCX se situó en 1,0% y el de IPCX1 en solo 0,5%.

Medidas alternativas de inflación subyacente presentaron trayectorias disímiles en sus tasas de variación en doce meses. Por una parte, el incremento anual del IPCX2 aumentó levemente hasta 0,4%. Por otra parte, las distintas mediciones de medias podadas (medida de la inflación de tendencia basada en un subconjunto de bienes que omite valores extremos) tuvieron un descenso respecto del mes previo.

En cuanto al IPCX1, descontando estacionalidad, tanto su variación mensual como la mediana de ella descendieron respecto del mes anterior. Descontados efectos estacionales, la inflación anualizada del IPCX1 dejó de aumentar, ubicándose en torno a 1%.

En septiembre se observó un incremento de los ítemes del IPC con aumentos de precios, contrastado principalmente por un descenso de lo que no muestran cambios. No se aprecia un aumento de los ítemes que disminuyen de precio como ocurrió en el 2003.

La inflación de septiembre estuvo determinada por el incremento en la tarifa de la locomoción colectiva, los precios del vestuario y algunos rubros de transporte de pasajeros. Se contrapuso un descenso promedio en el precio de los combustibles y algunos alimentos específicos (lácteos, carnes y pescados). Respecto de la proyección incluida en el escenario base de la reunión anterior, la variación mensual del IPCX e IPCX1 resultaron 0,1 y 0,2 punto porcentual inferior, mientras que no se observaron diferencias relevantes en el IPC. La mayor sorpresa se atribuye a alzas menores de las previstas en tabaco y alimentos. En particular, el precio de los lácteos tuvo un descenso relevante probablemente asociado a una mayor oferta.

Durante septiembre, las medidas de márgenes tuvieron comportamientos disímiles. Por un lado, los márgenes de alimentos IPC/IPP y de durables IPC/IPM muestran

un aumento, alcanzando, en el caso de los primeros, niveles similares a los del tercer trimestre del año anterior. Por otro lado, los márgenes de medicamentos IPC/IPP descienden respecto del mes anterior.

En agosto, la tasa de crecimiento anual del costo de la mano de obra se mantuvo en 3,2%, mientras que, excluyendo minería y electricidad, gas y agua se observa un incremento en la tasa de variación respecto del mes anterior, llegando a 2,1%. El crecimiento de las remuneraciones nominales, a su vez, siguieron con una tendencia a la baja, aumentando 2,7% en doce meses.

En cuanto a los costos laborales unitarios totales, durante agosto su tasa de variación anual disminuyó levemente. Excluyendo los sectores de pesca, minería y electricidad, gas y agua, su tasa de variación anual descendió, llegando a 0,9%.

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.

Un participante estima que la economía está tomando más fuerzas, incluso mayor de lo que se preveía en la reunión anterior. Agrega que el cambio en la inflación debe seguirse observando con mucho detenimiento. En el mercado laboral, aunque relativamente flojo aún, parece estar mejorando, especialmente la parte formal. Indica que también se debe poner un poco más de cuidado, por la posibilidad de subestimarlos, en el efecto del alto precio del petróleo. De mantenerse éste por sobre US\$ 50 es muy probable que existan revisiones a la baja para el 2005. Estima que se debe seguir observando este aspecto para determinar cuáles son los impactos que ello tendría en el escenario externo.

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 septiembre, el Consejo decidió aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base a 2% anual. Se consideró apropiado comenzar a reducir el marcado estímulo monetario, dada la favorable

evolución y las buenas perspectivas que tenían la actividad y el gasto, la paulatina normalización que mostraba la inflación, y la expectativa de que la inflación subyacente continuaría gradualmente aumentando junto a la reducción de las holguras de capacidad. Con esta decisión, se compatibilizaba el mayor dinamismo económico con una trayectoria esperada para la inflación en 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses.

Con los antecedentes acumulados, las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o aumentarla, posiblemente en 25 puntos base. Al igual que en los últimos meses, no hay antecedentes que justifiquen la opción de rebajar la tasa de interés.

Por la heterogeneidad de las noticias, en esta reunión parece relativamente menos evidente la evaluación entre las dos opciones propuestas. Si se hubiera dado un panorama de corto plazo como el supuesto en el Informe de Política Monetaria de septiembre no sería difícil argumentar a favor de mantener la tasa de interés, lo que sería más congruente con el ritmo de normalización implícito en las proyecciones del Informe.

Sin embargo, es necesario evaluar si el conjunto de las noticias acumuladas alteran o no el ritmo de normalización más adecuado de la política monetaria. Por un lado, las robustas tasas de crecimiento de la actividad y el gasto, y el mayor precio del petróleo, podrían implicar una trayectoria de normalización de la tasa de interés algo más rápida que la supuesta hasta ahora, lo que podría justificar aumentar la tasa de interés en esta reunión. Además, ello serviría además como un seguro contra el escenario de riesgo de que persista el elevado precio del petróleo, situación que ya se consideraba en el Informe de Política Monetaria y que parece cobrar importancia creciente.

Por otro lado, el bajo nivel que muestra la inflación subyacente —en 12 meses y, especialmente, en su medida de velocidad, que ha dejado de aumentar en los últimos dos meses—, el menor tono de las medidas alternativas de la tendencia inflacionaria, el reducido crecimiento de los costos laborales y el efecto probable de la disminución reciente del tipo de cambio sobre los precios, pueden justificar incluso disminuir la velocidad de normalización de las tasas y, en consecuencia, favorecer mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual. Así, sin las noticias por el lado de la inflación y los costos, se podría defender con mayor fuerza la opción de aumentar la tasa de interés. Con ellas, la argumentación es menos nítida.

Para evaluar la implicancia inflacionaria de estas noticias, tomadas en conjunto, pero que individualmente tienen consecuencias disímiles sobre los precios, es necesario realizar supuestos acerca de la persistencia y el impacto de cada una de ellas. Res-

pecto de la persistencia, puede ser necesario esperar algún tiempo más para reunir más antecedentes, lo que también apoya la opción de no alterar por ahora el ritmo de normalización de la tasa de política monetaria. Para evaluar con precisión el impacto de las noticias, se debe considerar un completo ejercicio de proyecciones. Con todo, si se supone que el aumento del crecimiento y la sorpresa de menor inflación siguen el patrón de persistencia histórico considerado en el modelo central de proyecciones, se concluye que la suma de estos dos shocks (actividad por un lado e inflación coyuntural por el otro) probablemente elevaría la inflación en un plazo más mediano (un resultado esperable dado que los shocks observados en la inflación tienen consecuencias menos persistentes que los shocks de actividad en un ambiente de credibilidad) aunque la reducirían en plazos cortos. Por su parte, bajo el supuesto de que el precio del petróleo y el tipo de cambio de largo plazo no varían, y considerando su efecto directo sobre la estructura de costos, las nuevas trayectorias implícitas podrían aproximadamente cancelarse para el IPCX1, pero serían marginalmente inflacionarias para el IPC total, aunque probablemente los efectos no serían duraderos. Así, bajo estos supuestos relativamente específicos sobre la persistencia de estos shocks, se podría conjeturar que en su conjunto ellos aumentan la proyección de inflación, pero en magnitudes aún acotadas. Por lo tanto, tomadas en conjunto, las noticias difícilmente apoyan una reducción del ritmo de normalización de la tasa de política monetaria.

Lo anterior, sin embargo, depende directamente de cómo se interpreten los distintos shocks. Por ejemplo, si la menor inflación fuera síntoma de menores costos reales de equilibrio (por ejemplo, menores márgenes), la conclusión podría variar. Asimismo, modelos alternativos de proyección de corto plazo entregan resultados mixtos. En suma, considerando la heterogeneidad de las noticias, tampoco es evidente que se deba incrementar el ritmo de normalización de la tasa de política monetaria.

Desde el punto de vista táctico, cabe mencionar que las expectativas para esta reunión están divididas: las de analistas dan una pequeña mayoría a la mantención, situación que se revierte en las encuestas de mercado. Las expectativas, por lo tanto, no parecen orientar una acción particular de política monetaria. Además, en la medida en que se estima que una parte del empinamiento de la curva de rendimiento desde la última reunión correspondería a mayores primas por riesgo de tasas y que en la actualidad esta curva sigue estando cercana a la estrategia de normalización contenido en el Informe, ello tampoco entrega una guía clara para la decisión de hoy.

Finalmente, lo que se decida en esta reunión podría influir en el ritmo de normalización que percibe el mercado como más probable. Por un lado, dos alzas consecutivas podrían señalar un ritmo algo más agresivo que el implícito en el Informe de Política Monetaria. Por otro, mantener la tasa podría revertir una parte del empinamiento observado en el mes.

2.2 Análisis y comentarios de las opciones

El Presidente del Banco Central ofrece la palabra a los asistentes a la Reunión de Política Monetaria para que comenten las distintas opciones presentadas por la Gerencia de Estudios.

Un participante señala que existen noticias ambiguas, particularmente, respecto de la inflación subyacente, lo que apunta a ser cauteloso. Expresa no estar convencido que el balance de los shocks observados lleven a mayores presiones inflacionarias en el mediano plazo, ya que ello depende de la interpretación que se le dé a lo que subyace a este shock de precios y si refleja holguras mayores a las estimadas o menores presiones inflacionarias profundas. Indica que el diagnóstico bien puede revertirse y, desde esa perspectiva, le parece que, en esta ocasión, mantener la tasa de interés de política monetaria permite indicar que el proceso de aumento de tasas de interés a un nivel neutral va a ser gradual y, también, sensible a las condiciones que se observen.

Otro participante señala que los antecedentes que se han revisado en esta oportunidad reafirman el hecho de que la economía pasó de la etapa en que se necesitaba una política monetaria muy expansiva, para avanzar a una etapa en que se necesita una política menos expansiva. Estima que todavía existen holguras en la economía, pero que el ritmo de crecimiento se ubica sobre el potencial y las condiciones externas siguen siendo favorables pese al aumento del petróleo. Indica que las condiciones monetarias siguen siendo expansivas y que el crecimiento previsto va a seguir cerrando las brechas de holgura durante éste y el próximo año. Por eso estima que el proceso de normalización de la política monetaria debiera tener como meta inmediata llevar la tasa real equivalente de política monetaria a un nivel nulo, en comparación con la tasa negativa actual.

Otro participante expresa que se está observando un precio del petróleo más alto del que se preveía y que ello debería orientar a ser más cautos en cuanto a política monetaria y observar cómo se van desarrollando los acontecimientos.

El Presidente del Banco Central ofrece la palabra a los Consejeros para que analicen las distintas opciones presentadas por la Gerencia de Estudios y procedan a votar.

Algunos Consejeros coinciden que en el ámbito externo el principal desarrollo desde la última reunión es el precio del petróleo, que ha persistido en niveles muy elevados, por más tiempo de lo previsto. Pese a lo anterior las condiciones de crecimiento favorables en el entorno externo se mantienen.

Varios Consejeros destacan que se está en presencia de un dinamismo superior al previsto para la actividad y para el gasto, especialmente para la inversión. De este

modo la aceleración reciente del crecimiento refuerza el buen estado en que se encuentra el ciclo expansivo de la economía y confirma el proceso de reducción de las holguras de capacidad. Algunos Consejeros notan que el mercado laboral continúa mostrando una alta tasa de desocupación, acompañada de indicadores positivos en cuanto a la creación de empleo. Al parecer, este resultado no sería concordante con la evolución macroeconómica, sino más bien a problemas relativos al desempleo de trabajadores por cuenta propia.

Varios Consejeros destacan el hecho de que la inflación subyacente nuevamente se ubicó unas décimas por debajo de lo previsto. Esto, señalan, puede ser una muestra de que la evolución de los determinantes de corto plazo de la inflación indican que ésta se encuentra todavía muy contenida y no se observa que los mejores antecedentes de actividad se reflejen en presiones inflacionarias.

Varios Consejeros analizan las implicancias sobre la inflación futura de las noticias respecto del precio del petróleo, el tipo de cambio, la actividad y la inflación subyacente. Por un lado se indica que la única noticia negativa en el ambiente inflacionario ha sido el aumento del precio del petróleo, que supera con creces lo que se esperaba en el escenario central del Informe de Política Monetaria. Se indica también que el tipo de cambio se ha apreciado de manera inesperada. Se concuerda que los antecedentes configuran un escenario más acotado para la inflación subyacente en el corto plazo, aunque a mediano plazo dominaría el efecto del mayor crecimiento. A lo anterior se suma que las expectativas inflacionarias continúan mostrando consistencia con el objetivo de política.

Un Consejero destaca que un hecho relevante a considerar es que el mercado asimiló, de manera no traumática, el aumento de 25 puntos base de la tasa de política monetaria de la reunión anterior. Otros evalúan positivamente esa decisión, considerando que la decisión preventiva de comenzar a reducir el pronunciado estímulo monetario en forma gradual se ha visto apoyada por la evidencia reciente en cuanto a la evolución de la actividad y el gasto interno.

Varios Consejeros analizan la conveniencia de continuar el proceso de normalización del impulso monetario comenzado en septiembre. Se señala que no existen razones de peso para subir la tasa de interés en esta oportunidad, y por ello lo más prudente es esperar antes de seguir reduciendo la expansividad de la política monetaria. Con todo, se argumenta que con una tasa de política todavía negativa en términos reales y con un fuerte crecimiento en los principales agregados monetarios, la mejor forma de apoyar este ciclo expansivo es anticiparse de forma de evitar que se produzca un alza inevitable en la inflación en la ausencia de acciones de política. Por lo mismo, cabe reiterar la necesidad de continuar normalizando la tasa de política monetaria en un plazo prudencial.

Algunos Consejeros indican que se observa una cierta sobrerreacción en la estructura de tasas de interés, mostrando que el mercado parece percibir una normalización de la política monetaria a un ritmo menos pausado. Esto se reflejaría por una fuerte corrección en la trayectoria de tasas de interés proyectada por el mercado, la que ahora excede a la anterior por alrededor de 20 puntos base por semestre y también por una normalización del tipo de cambio nominal más rápida de la que se pensaba que podría ocurrir. Se argumenta que si bien la trayectoria futura de tasas de interés considerada en el Informe de Política Monetaria es compatible tanto con la opción de mantener como de aumentar, un alza consecutiva de la tasa de política monetaria corre el riesgo de exacerbar esta reacción del mercado y sería contraproducente, ya que no corregiría este sesgo.

3. Acuerdo

El Consejo, por la unanimidad de sus miembros, acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 2% anual.