

# Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2007

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

## Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 104 celebrada el 8 de febrero de 2007

Asisten el Presidente don Vittorio Corbo Lioi, el Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten el Gerente General Subrogante, don Leonardo Hernández Tagle; el Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldivar; el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; el Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger; el Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; y los Economistas Senior, doña Erika Arraño González y don Enrique Orellana Cifuentes.

## 1. Antecedentes

### 1.1 Presentación de los antecedentes

Los registros de IPC total e Imacec del último mes se enmarcaron en el escenario base del Informe de Política Monetaria de enero. El Imacec de diciembre creció cerca de 5% anual descontado efecto calendario, con lo que la actividad interna recobró cierto dinamismo durante el cuarto trimestre del año pasado, y la inflación anual del IPC se acercó a 3%. Si bien la inflación IPC de enero fue similar a la prevista, las medidas subyacentes aumentaron algo más que lo previsto. Esto, por ahora, no constituye un antecedente suficiente para modificar el escenario central, no obstante algunos de los riesgos asociados a esta proyección han aumentado, en especial por algunas de las noticias del mercado laboral y los incrementos en las medidas de tendencia inflacionaria. Las expectativas de inflación a uno y dos años se han ajustado al escenario

del Informe, reduciéndose la inflación esperada en el primer año y aumentando la del segundo. A más largo plazo siguen ancladas en 3%. Las expectativas de mercado para la Tasa de Política Monetaria (TPM) se han alineado con el escenario de menor inflación del Informe, esperándose una prolongada mantención de la TPM en su nuevo nivel. Previo a la entrega de los datos del IPC de enero, se consideraba probable un nuevo recorte de la TPM durante el año 2007.

En el plano externo, las cifras de actividad de las principales economías continuaban apoyando un escenario externo favorable para la economía chilena. El PIB de EE.UU. superó las expectativas al crecer 3,5% trimestral anualizado en el último trimestre de 2006, con un sólido desempeño del consumo y del sector externo neto, mientras la inversión cerró el año con un comportamiento débil. Los indicadores de comienzos de este año apoyaban una dinámica favorable del consumo dada la fortaleza del mercado laboral. La actividad industrial continuaría su desaceleración gradual y el sector inmobiliario habría llegado a un piso al cierre de 2006. Por su parte, la Zona Euro mostraba un dinamismo algo mayor que lo esperado, dado un mejor desempeño en Alemania y buenas perspectivas de consumo en Francia, no obstante los menores registros de las encuestas de confianza empresarial. En Japón, se mantenían dudas sobre la evolución de la demanda interna, especialmente el consumo, sin embargo el sector externo mantendría su dinamismo, apoyando el crecimiento de la actividad. En las economías emergentes, impactó positivamente el mayor crecimiento de China en el año 2006. El precio del cobre osciló en torno a US\$2,50 la libra en el último mes, mostrando una mayor estabilidad ante mejores perspectivas de la demanda asiática. Por su parte, el precio del petróleo aumentó durante las últimas semanas, recuperando el nivel observado en el escenario central del IPOM de enero. Los mercados financieros desarrollados presentaban un alza de las tasas de largo plazo nominales en EE.UU. y en menor medida en la Zona Euro. A su vez, las expectativas de descensos de las tasas de política en EE.UU. se disipaban y se mantenían los incrementos esperados en la Zona Euro y Japón.

Internamente, las tasas de interés de los documentos nominales del BCCh descendieron después del recorte de la TPM en enero. Considerados los valores previos a la RPM anterior, las tasas de los BCP-2, 5 y 10 eran entre 15 y 50pb menores. Las expectativas para la TPM se ajustaron al escenario de inflación del Informe, anticipándose una prolongada mantención. En el curso del mes de enero, la forward anticipaba un nuevo recorte en el 2007, que se disipó una vez conocido el IPC de enero. A su vez, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas de febrero indicaba que la TPM se mantendría en 5% todo el 2007, aumentando 25pb a diciembre del 2008. Las tasas de colocación a personas y empresas no tuvieron grandes cambios. Los agregados monetarios y crediticios siguieron con las tendencias de meses previos: tasas de variación anual altas y estables los primeros, y algo menores los segundos. En el tipo de cambio tampoco hubo mayores novedades respecto de los días previos a la reunión anterior, en que ya había mostrado una leve depreciación respecto de diciembre. Así, el tipo de cambio nominal se depreció 0,5% respecto del cierre de la reunión anterior, valor que fue similar para las medidas multilaterales. El tipo de cambio real también aumentó levemente. Las expectativas de inflación a uno y dos años plazo se habían

ajustado al escenario del Informe de enero, con una disminución en las del primer año y aumento de las del segundo. A plazos mayores seguían en torno a 3% anual.

Por el lado de la actividad y la demanda, la información del mes se enmarcó dentro del escenario central previsto durante los últimos meses, confirmando que la actividad tuvo cierta aceleración en el cuarto trimestre del 2006. En diciembre, la tasa de variación anual del Imacec fue de 3,6%, pero eliminados factores calendario se acercó a 5%. Así, el crecimiento promedio del cuarto trimestre fue bastante superior al del trimestre anterior, cerrando el año con un incremento promedio del orden de 4,2%. Esta cifra corresponde al promedio simple de los Imacec del período según la Compilación de Referencia 1996, y no considera las correcciones de cifras que se harán cuando se publique en marzo el cierre preliminar del año 2006, basado en la Compilación de Referencia 2003. Con los datos a diciembre se estimaba que el consumo había crecido en el último trimestre del año 2006 a tasas similares a las del tercer trimestre, relativamente en línea con lo que se esperaba en enero.

La inversión presentaba noticias mixtas. El incremento del volumen de las importaciones de bienes de capital del cuarto trimestre del 2006 tuvo correcciones al alza por revisiones habituales de sus deflatores; sin embargo, los datos disponibles de enero apuntaban a un valor algo menor al de los meses anteriores. La información reciente del mercado inmobiliario reafirmaba la recuperación observada los últimos meses y un panorama más favorable que a mediados del 2006. La inversión en obras de ingeniería tendría un crecimiento relevante durante este año, a pesar de que se han detectado algunos retrasos en la puesta en marcha de proyectos mineros y energéticos. Las expectativas, tanto de consumidores como de empresarios, no tuvieron grandes variaciones, manteniéndose por sobre los valores neutrales. En diciembre de 2006 el comercio recuperó parcialmente su tasa de crecimiento anual y la industria tuvo un crecimiento menor al de meses previos, aunque afectada por los dos días hábiles menos que se registraron ese mes. Sorprendió en el mes el desempeño de la minería, con un crecimiento anual menos negativo que lo previsto, y un sobrecumplimiento de programas. Esto último incidió en que se estimara que existió una acumulación importante de existencias en el último trimestre de 2006.

La información del mercado laboral siguió apuntando a un panorama de holguras acotadas. Por un lado, los datos de la encuesta de empleo de la Universidad de Chile a diciembre, al igual que los del INE, mostraron que la tasa de desempleo en el Gran Santiago había tenido una caída importante desde el 2005 a la fecha, aunque con niveles superiores a los datos del INE. Los datos del INE a nivel nacional, para el trimestre móvil terminado en diciembre, mostraron un leve cambio en sus tendencias recientes, con un crecimiento anual del empleo total que no siguió aumentando y una tasa de desempleo que no continuó descendiendo. Por otro lado, luego de varios meses de caídas, el crecimiento anual de los salarios nominales tuvo un incremento en diciembre. No obstante, su velocidad de expansión no mostraba mayores cambios y los costos laborales unitarios seguían creciendo a tasas bajas y con velocidades descendentes.

Por el lado de la inflación, el incremento del IPC en enero fue similar al esperado. Las medidas subyacentes, en cambio, aumentaron más que lo esperado, aunque por ahora esto no modificaba el escenario base del Informe de enero. El mayor incremento del IPCX1 se asoció a aumentos por sobre lo previsto en algunos productos específicos (destacando el transporte interurbano, los pasajes de avión y el costo del servicio doméstico), estimándose que los niveles de estos precios alcanzados en enero se mantendrían en los meses siguientes. En los indicadores de tendencia, la velocidad de la inflación IPCX1 tuvo una aceleración importante. Las medias podadas y el IPCX2 mostraron incrementos en todas las medidas, a diferencia de meses anteriores.

## 1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió respecto de la evolución del precio del petróleo en las últimas semanas, indicándose que el aumento más reciente era coherente con el escenario base de enero, pero que se percibía que los riesgos al alza eran algo mayores que hace unas semanas atrás. Se discutió acerca del cambio en la percepción del mercado acerca de cómo se daría el ajuste de los desequilibrios globales, en particular en Estados Unidos. Se mencionó que la probabilidad de un ajuste abrupto, caracterizado por ejemplo por una caída significativa en el precio de los activos inmobiliarios, había disminuido a niveles muy bajos, con mayores probabilidades asignadas a un ajuste gradual y ordenado, apoyado por un posible endurecimiento de la política monetaria en ese país. Aunque este último escenario es más probable, se agregó que los desbalances globales aún constituyen un elemento de riesgo del escenario internacional, que debía monitorearse.

Se indicó que en el plano interno las principales noticias se habían dado por el lado de la inflación, en particular por las posibles implicancias de las cifras de inflación subyacente y de tendencia inflacionaria, y de las cifras del mercado laboral. Por un lado, se señaló que las cifras de la encuesta de empleo de la Universidad de Chile y el crecimiento de las remuneraciones eran coherentes con un escenario de brechas más acotadas, acorde con lo que podía deducirse de la información del INE. Se agregó que, no obstante, los datos coyunturales del INE mostraban un cambio en la tendencia reciente, indicando que tal vez la brecha habría dejado de cerrarse. Se señaló también que se debía tener presente que las cifras del mercado laboral podrían estar afectadas por la estacionalidad de los programas públicos de empleo y por el empalme estadístico introducido por el INE. Por otro lado, se discutió acerca de las implicancias que tendría sobre la inflación la puesta en marcha del Transantiago. Se indicó que, aunque el Banco desconoce la forma cómo el INE ajustará el IPC por este efecto, en principio la nueva modalidad de cobro del transporte podría tener una incidencia negativa en la inflación, al menos hasta agosto de 2007, cuando ésta será revisada.

Con todo, el diagnóstico del escenario central de una inflación más baja en el corto y mediano plazo, respecto de la contemplada antes del IPOM de enero, sigue siendo válido. Los nuevos antecedentes sólo alteran los riesgos en torno al escenario central.

## 2. Opciones

---

Se consideró que, con los antecedentes disponibles, las opciones más plausibles para esta reunión eran disminuir la TPM en 25pb o mantenerla en 5%.

El principal argumento para disminuir la TPM era el escenario central de proyecciones considerado en el último Informe. Este incluía como elemento central una inflación reducida y una brecha positiva de actividad en los próximos trimestres. En particular, la inflación se ubicaría en torno a 2% por varios meses a partir del segundo trimestre del 2007. Una menor TPM permitiría adelantar el cierre de brechas de inflación y actividad a través de (i) contrarrestar el efecto de la menor inflación sobre el impulso monetario nominal y (ii) elevar marginalmente el impulso monetario real. Por lo tanto, podía justificarse disminuir la TPM en esta reunión como el paso natural luego del recorte de la reunión anterior.

Además, un cambio de trayectoria en la secuencia de TPM que incluye solamente un recorte de 25pb podría parecer, al menos ex ante, un movimiento excesivamente acotado. De hecho, y a pesar de que la comunicación del BCCh no había entregado un sesgo particular respecto de movimientos futuros de la TPM, las expectativas implícitas en los precios financieros y las encuestas en los días previos a la divulgación del IPC de enero e Imacec de diciembre daban una probabilidad a un recorte adicional, que después se diluyó.

Por otro lado, se podía justificar mantener la TPM en esta reunión porque las novedades acumuladas desde la última reunión mayoritariamente apuntaban a riesgos al alza para la inflación y validaban algunos de los argumentos que se consideraron en enero a favor de postergar una rebaja de la TPM (aún si se estimaba que el escenario central del Informe de enero no se debía modificar).

En el último mes la inflación subyacente se ubicó por encima de lo proyectado y las medidas de tendencia inflacionaria mostraron un nuevo incremento. Si bien eran lecturas de un solo mes, ambos elementos apuntaban que podrían haber presiones mayores que las consideradas en el escenario base. A esto se sumaban los antecedentes del mercado laboral, que mostraban en las cifras del INE una tasa de desempleo que seguía baja, en las cifras de la Universidad de Chile una caída fuerte del desempleo en el Gran Santiago durante el último año, y en las cifras de crecimiento de salarios, algunos signos de aumento en el margen, en especial en el indicador de remuneraciones (más que el de costo de la mano de obra).

Por su parte —aunque tal vez con menor intensidad que el mes pasado, por ya no constituir una reversión del signo de los cambios en la TPM—, continuaba siendo válido el argumento de esperar para recabar más información que permitiera evaluar la validez del escenario base. En particular, pese a que habían disminuido algo, las expectativas de inflación de los analistas para fines de este año seguían por encima de las del escenario central. Asimismo, la mayor expectativa de inflación del sector privado, respecto de la proyectada en el escenario central, hacía que no fuera necesario un recorte de la TPM

orientado a mantener el impulso monetario real. De hecho, la curva de rendimiento indexada se había mantenido —e incluso disminuido— en lo más reciente.

Por último, cabía señalar que, conocidas las cifras de enero, las expectativas de mantención para esa reunión eran prácticamente unánimes.

## 3. Decisión de política monetaria

---

Varios Consejeros indicaron que el escenario externo para la economía nacional se mantenía favorable, inclusive fortaleciéndose en el último mes. Se observó una mayor probabilidad de una desaceleración suave y gradual (en vez de un ajuste fuerte y abrupto) de la actividad en EE.UU. y un dinamismo superior al esperado en la Zona Euro y en Asia emergente. Además, algunos Consejeros coincidieron en notar que las condiciones financieras internacionales se mantenían favorables y que los mercados habían reaccionado a la información favorable de EE.UU., anticipando una baja de la tasa de la Fed hacia fines de año.

Varios Consejeros se refirieron al alza del precio del petróleo en las últimas semanas. Un Consejero mencionó la importante incertidumbre de su trayectoria futura, mientras otro Consejero señaló que la neutralidad supuesta respecto de la trayectoria del precio de esta materia prima podría desviarse marginalmente hacia un riesgo al alza.

Respecto del escenario interno, varios Consejeros mencionaron la importante aceleración de la demanda interna en el cuarto trimestre del año 2006 y que este comportamiento debería extenderse al trimestre en curso, pese a las menores importaciones de bienes de capital.

Varios Consejeros manifestaron que los antecedentes recientes se enmarcaban, en términos generales, dentro del escenario central del último Informe. Todos los Consejeros coincidieron en que si bien la inflación total de enero estuvo en línea con lo esperado por el BCCh, la inflación subyacente fue algo superior a la prevista. Un Consejero señaló que esta diferencia era menor y, a su juicio, la información del mes tendía más a confirmar que a debilitar la validez del escenario central. Varios Consejeros, en tanto, indicaron que la inflación de enero más las cifras del mercado laboral —las que continuaban mostrando un panorama de holguras acotadas o estrechas— habían aumentado los riesgos de un escenario de mayor inflación futura.

Todos los Consejeros coincidieron en que, dados los antecedentes presentados, la opción más adecuada era mantener inalterada la tasa de política monetaria en su actual nivel. Uno de ellos descartó la opción de un nuevo recorte en esta reunión porque existían riesgos que le parecían altos, dada la incertidumbre sobre la trayectoria futura de la inflación. Varios Consejeros coincidieron en que lo prudente era esperar la acumulación de nuevos antecedentes que permitieran contar con un diagnóstico más certero sobre la inflación futura para decidir los próximos movimientos de la TPM.

Algunos Consejeros recordaron que, en el escenario base del último Informe, la trayectoria de la tasa de política monetaria coherente con la meta de inflación consideraba una reducción en el corto plazo de la TPM superior a 25pb. Un Consejero notó que la reducción de la TPM en enero no dio cuenta de todo el cambio necesario al impulso monetario, de manera que lo hiciera coherente con el escenario base del Informe. También indicó que el costo de equivocarse en la decisión era más bajo, en esta oportunidad, introduciendo una pausa que rebajando la TPM dos meses seguidos. Otro Consejero señaló que de no haberse producido la noticia inflacionaria de enero se habría inclinado a apoyar una nueva reducción de la TPM. Apuntó que, en la medida que las presiones inflacionarias sorpresivas observadas en ese mes se disipen, se abriría espacio para nuevos relajamientos de la política monetaria coherentes con el escenario base del Informe de Política Monetaria de enero.

#### **4. Acuerdo**

---

El Presidente señor Corbo, el Vicepresidente señor De Gregorio, y los Consejeros señores Desormeaux, Marfán y Marshall acordaron por unanimidad mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0%.