

Reunión de Política Monetaria

MARZO 2007

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 105 celebrada el 15 de marzo 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 también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva,; el Subgerente General, 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 División 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 de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; los Economistas Senior, doña Erika Arraño González y don Enrique Orellana Cifuentes y el Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

El escenario externo relevante para la economía chilena continuó favorable, a pesar de la inestabilidad de los mercados financieros internacionales, especialmente con caídas en el valor bursátil, mayor volatilidad de las paridades cambiarias y aumentos en los premios por riesgo de activos de menor clasificación. La economía chilena también se vio afectada, aunque en un grado menor respecto tanto de otras economías emergentes como de episodios anteriores de volatilidad externa. En el ámbito nacional, la información disponible fue coherente con un aumento gradual del dinamismo de la actividad, acorde con lo previsto en el último *Informe*. Las medidas recientemente anunciadas por el Gobierno apoyan este panorama. Las condiciones financieras internas se mostraban más favorables. Más allá de cambios en el nivel de precios por la puesta en marcha del Transantiago, las medidas de inflación anual del IPC e IPCX evolucionaron

de acuerdo con lo proyectado en el *Informe* de enero. En tanto, la inflación IPCX1, que había estado algo por encima de lo proyectado, se moderó en febrero. Las velocidades de expansión del IPC, IPCX e IPCX1 han estado aumentando y, luego de algunos meses al alza, indicadores alternativos de tendencia inflacionaria se estabilizaron o descendieron. Los datos del mercado laboral —empleo y desempleo— confirmaron una suavización de las tendencias recientes, no obstante algunos indicadores de salarios mostraron un aumento de su tasa de variación anual, manteniendo los riesgos que se habían detectado el mes pasado. A corto y mediano plazo las expectativas de inflación descendieron respecto del mes pasado. A largo plazo se mantuvieron cercanas a 3%. Tras la publicación de la minuta de la reunión anterior, tanto los analistas de mercado como los precios de los activos financieros comenzaron a manifestar la posibilidad de recorte de la TPM en marzo. Previo a ello, no se anticipaban mayores cambios, tal como dio cuenta la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE).

En el plano externo destacaron importantes turbulencias en los mercados financieros, desencadenadas por caídas en la bolsa de China, mayores preocupaciones por el crecimiento de la economía estadounidense, y por efectos financieros que los problemas en el sector *subprime* de los créditos hipotecarios de esa economía pudieran tener sobre el resto del mercado. Ello derivó en un proceso de *flight to quality*, llevando a bajas importantes en los precios de activos más riesgosos. En un contexto de alta volatilidad, las bolsas mundiales experimentaron caídas relevantes, las tasas de largo plazo en los mercados desarrollados retrocedieron entre 10 y 20pb, los premios soberanos de economías emergentes aumentaron y sus monedas se depreciaron. No obstante, en los días más recientes este proceso tendió a revertirse parcialmente. Respecto de las expectativas de tasas de política, para EE.UU. los mercados financieros esperaban dos recortes adicionales en el segundo semestre del año, mientras en la Zona Euro y Japón, luego de las alzas de este mes, se esperaba un aumento adicional, que se implementaría durante la segunda mitad del 2007. Por otro lado, el precio del cobre subió más de 10%, impulsado por especulaciones de que China buscaría reabastecer sus reservas, motivando la toma de posiciones por parte de fondos de inversión. Otros metales presentaron una evolución similar. El precio del petróleo era algo mayor que el observado en el mes previo y el precio de la gasolina aumentó más de 15%, principalmente por problemas transitorios en la refinación. En términos de crecimiento mundial, la Zona Euro mantuvo su dinamismo, mientras en Japón el crecimiento del cuarto trimestre sorprendió positivamente, mejorando también las perspectivas para el 2007.

En el mercado financiero local las principales novedades fueron la caída de la bolsa y, en menor medida, la volatilidad del tipo de cambio, ambos en parte ligados a la inestabilidad en los mercados mundiales. Por un lado, comparado con los datos al cierre estadístico de esta minuta, desde el cierre de la reunión anterior el IPSA retrocedió 2,7% en pesos y 1,3% en dólares, deshaciendo una parte del incremento que había acumulado en el año. Una fracción del ajuste se dio previo a la caída de la bolsa en China, siendo *commodities*, *retail* y consumo los sectores del IPSA más afectados. Por ahora es difícil establecer que esta caída de la bolsa correspondiera a peores expectativas para la economía. Por otro lado, la cotización de la paridad peso/dólar se volvió más volátil a comienzos de marzo, en línea con lo ocurrido con las monedas de otras economías emergentes. En todo caso, comparado con la reunión anterior, la paridad nominal disminuyó 1,7%. El

TCR de febrero se estima se ubicó en 95,04, valor 0,8% menor al de enero. Con todo, el efecto de la inestabilidad de los mercados internacionales tuvo consecuencias menores en el mercado financiero interno. Comparado con las turbulencias de mayo del 2006, la bolsa y premio soberano chileno tuvieron una caída y aumento, respectivamente, sustancialmente menores.

Las tasas de interés de los documentos del BCCh no tuvieron grandes cambios, a diferencia de sus similares en economías desarrolladas, en especial en EE.UU. Luego de la publicación de la minuta de la reunión de febrero las expectativas de mercado incorporaron una posible baja de la TPM para los próximos dos meses. En particular, las tasas de interés *swap* tuvieron una caída del orden de 20pb para operaciones a tres, seis y doce meses desde el 7 de marzo al cierre de la minuta. Las expectativas de inflación a uno y dos años plazo, luego de bajar en el mes, se ubicaron en niveles levemente menores al cierre anterior. A largo plazo no tuvieron mayores cambios, manteniéndose cercanas a 3%. Las tasas de crecimiento anual y las velocidades de expansión de los agregados monetarios aumentaron, mostrando una reacceleración tras varios meses de caída y/o estabilidad. No existe claridad respecto de los factores detrás de esta reacceleración del crecimiento anual del dinero, pero es mayor de lo que podría esperarse producto del recorte de la TPM. De acuerdo con información preliminar, el crecimiento de las colocaciones totales subió tras varios meses de atenuación, en especial por el aumento de las colocaciones a empresas. La tasa de crecimiento anual de las colocaciones a personas se mantuvo, aunque con un incremento de las destinadas a vivienda y una baja de las de consumo.

En términos de actividad, los datos conocidos el último mes se enmarcaron dentro del escenario base del *Informe* de enero. Por sectores, destacó el crecimiento de la minería y del comercio. La industria presentó una desaceleración similar a la ocurrida en la actividad agregada, aunque una gran parte de ella es explicada por fenómenos que se estiman puntuales y posiblemente afectados por la irregularidad de los datos en enero y febrero dado el período de vacaciones. Destacó que aquellos sectores que compiten con productos importados han mostrado durante los últimos meses tasas de variación anual que son cada vez menos negativas, en línea con el escenario base de enero en que el cambio de composición del consumo hacia bienes importados no seguiría profundizándose.

Por el lado de la demanda, el consumo privado siguió dinámico, con indicadores de ventas que tuvieron un aumento importante en enero. Esto, no obstante, con una composición en que el gasto en bienes habituales creció a tasas anuales mayores, mientras el crecimiento anual del gasto en bienes durables cayó. Respecto de la inversión, en febrero el valor de las importaciones de bienes de capital se situó en niveles elevados, alcanzando US\$623 millones (US\$467 millones en promedio para igual mes del 2005-2006). Ello compensó parte del bajo nivel que estas internaciones alcanzaron en enero. Destacó también el crecimiento de las exportaciones mineras e industriales de inicios de año, lo que incide en deshacer parte de la acumulación de existencias observada al cierre del 2006.

Las cifras más recientes del mercado laboral confirmaron el cambio de tendencia que se comenzó a observar a fines del 2006. En el trimestre móvil terminado en enero, la tasa de crecimiento anual del empleo se redujo, en especial del asalariado. A su vez, descontada estacionalidad, las tasas de desempleo y participación se mantuvieron estables respecto del trimestre móvil anterior. Las remuneraciones nominales y reales medidas por el Índice de Costo de la Mano de Obra (CMO) crecieron a tasas inferiores a las del mes previo. No obstante, otras medidas, como el Índice de Remuneraciones por Hora (IREM) y los datos de la Asociación Chilena de Seguridad (AChS) han aumentado en los últimos meses. Por otro lado, los Costos Laborales Unitarios (CLU) redujeron su tasa de crecimiento y su velocidad continuó disminuyendo, en buena parte reflejando cambios en la productividad medida.

Por el lado de la inflación, en febrero el IPC cayó 0,2% (2,7% anual), el IPCX no varió (3,1% anual) y el IPCX1 aumentó 0,1% (2,4% anual). La puesta en marcha del Transantiago fue el principal factor detrás de la inflación IPC negativa. En cuanto a las medidas subyacentes, a diferencia de los meses anteriores, no se apreciaron sorpresas relevantes y las medidas alternativas de tendencia cayeron o se mantuvieron, luego de algunos meses en que aumentaron. Sin embargo, las velocidades de expansión siguieron en aumento aunque a tasas menores que en meses anteriores. Así, a diferencia de los meses previos no se produjeron sorpresas relevantes en la inflación, no obstante siguen presentes riesgos sobre la proyección.

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió acerca de las turbulencias que afectaron los mercados financieros internacionales en las semanas previas a la reunión y sus implicancias para el escenario central de proyecciones. Se destacó que el efecto de las turbulencias sobre la economía chilena había sido menor que en otras ocasiones y que los cambios se habían concentrado más en los mercados de renta variable, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes. Ello hacía pensar que los factores detrás de estos movimientos se relacionan con mayor incertidumbre respecto del desempeño de las economías por el lado real, y no necesariamente con mayor incertidumbre en el lado financiero o de capacidad de pago de las economías. Se añadió que esto permitiría descartar que las turbulencias recientes se asocien a escenarios extremos de salida de capitales desde mercados de mayor riesgo hacia aquellos de menor riesgo. Se señaló que, aunque se diera un escenario de este último tipo, los fundamentos de la economía chilena eran lo suficientemente profundos para no verse afectada de forma significativa. Se recordó el episodio de salida de capitales de fines de 1994 y comienzos de 1995, asociado a la crisis mexicana, en que, con un escenario de crecimiento interno, precio del cobre y política fiscal similar al actual, la economía nacional registró una alta tasa de crecimiento y bajas presiones inflacionarias, pese a que el citado episodio afectó de modo importante a otras economías emergentes.

Se discutió acerca de la trayectoria reciente del precio del cobre y del petróleo, y sus implicancias para el escenario central. Se señaló que ambos estaban en niveles por sobre lo esperado en enero, pero con magnitudes que eran mayores en el caso del cobre. Se agregó también, que los efectos de estas noticias eran acotados sobre la economía nacional.

Se discutió acerca de los cambios que implicaba sobre el análisis macro la información de Cuentas Nacionales de la nueva Compilación de Referencia del año 2003, en base a cifras preliminares. Se indicó que las tasas de crecimiento eran menores para el trienio 2003-2006, no obstante las tendencias observadas en el período no eran significativamente distintas. Esto último implicaba que la recuperación del dinamismo de la actividad económica de fines del 2006 seguía siendo válida con la nueva medición. Se agregó también que, pese a que la nueva compilación corregía a la baja el crecimiento previamente estimado para el período 2003-2006, no era posible inferir que ello tuviese un sesgo negativo sobre el crecimiento estimado para este año.

Se discutió acerca de la discrepancia que muestran en lo más reciente la inflación de no transables y transables (y en forma paralela la de servicios y de bienes) con la primera creciendo a tasas anuales del orden de 4% ya por algunos meses y la segunda en tasas anuales bastante menores. Se indicó que esto puede constituir un riesgo a mediano plazo, considerando que la persistencia de la inflación de no transables es mayor que la de transables, y además responde con mayor significancia a la evolución de los salarios y a la brecha de capacidad. En este sentido, de mantenerse la inflación de no transables creciendo a tasas anuales similares a las actuales era posible que la inflación total convergiera hacia cifras por sobre 3%. No obstante, se destacó la cautela necesaria en el análisis, pues era aún preliminar y ya se habían observado episodios similares en el pasado sin que estos hubieran implicado una aceleración de la inflación total. Se señaló también que el aumento de la inflación anual de no transables podía estar muy influido por incrementos pasajeros en algunos precios, por lo que esta diferencia respecto de la inflación de transables podía ser solo el reflejo de las sorpresas pasadas que, de hecho, en febrero no se habían repetido e incluso se habían revertido en parte. De darse esto último, se agregó, la persistencia de la inflación no transables sería claramente menor que el promedio histórico.

Se discutió acerca del efecto de la puesta en marcha de Transantiago sobre la inflación proyectada en el corto plazo. Se señaló que aún no es claro cuál será el impacto que tendrá sobre las tarifas del transporte público el comienzo del cobro por el trasbordo de pasajeros entre buses a partir de agosto. Existen variadas hipótesis al respecto, tanto de la magnitud del cobro como de la demanda efectiva por trasbordo. Se concluyó que, por ahora, es imposible anticipar el efecto y esto solo podrá dilucidarse con algo más de certeza una vez que se conozca la información de tráfico de pasajeros efectiva.

Se analizaron los posibles efectos de los anuncios del plan “Chile Invierte”, destacándose que debería apoyar el escenario de mayor crecimiento de este año.

2. Opciones

Con los antecedentes disponibles el Consejo consideró como opciones plausibles para esta reunión disminuir la TPM en 25pb, o mantenerla en su nivel actual.

El principal argumento para disminuir la TPM, al igual que el mes anterior, era el escenario central de proyecciones considerado en el último *Informe*. Ese escenario incluía como elemento central una inflación reducida y una brecha positiva de actividad en los próximos trimestres. Como se había analizado otras veces, una menor TPM permitiría adelantar el cierre de brechas de inflación y actividad. Además, como se comunicó en la minuta de la última reunión, el escenario base de enero contemplaba implícitamente una rebaja de la TPM mayor a 25pb.

Las cifras de inflación subyacente y actividad conocidas durante el último mes eran coherentes con el escenario central, situación que contrastaba con las noticias de precios conocidas en la reunión de febrero, que eran algo mayores. Si bien era solo un mes de información, esto fortalecía la validez del escenario central, lo que podía justificar recortar la TPM. Las proyecciones de inflación de corto plazo también podían interpretarse como coherentes con el escenario central.

Así, aunque las novedades de inflación y actividad del mes eran insuficientes para modificar el escenario central —más bien lo validaban—, había varios factores de riesgo que se debían considerar.

Los principales riesgos que apuntaban a que la inflación podría exceder la considerada en este escenario incluían el nuevo aumento de la tasa de crecimiento de los IREM (por sobre los CMO) y el nivel de la tasa de crecimiento de los salarios que mide la Asociación Chilena de Seguridad (Achs), que son coherentes con holguras en el mercado laboral menores que las consideradas en el escenario base; la reacceleración del dinero y del crédito a empresas; la composición de la inflación entre inflación de bienes (alternativamente transables) reducida y de servicios (alternativamente no transables) más elevada; y las presiones de costos por un mayor precio internacional de algunos alimentos (p. ej.: granos). Adicionalmente, cabe señalar que las expectativas de inflación de corto plazo del mercado financiero y de analistas eran superiores a las consideradas en el escenario central. En la medida que se estimen relevantes, estos riesgos podrían justificar mantener la TPM para esperar a tener más antecedentes antes de decidir un cambio. En todo caso, dado el panorama de inflación acotada para el corto plazo, existía espacio para que alguno de estos riesgos se materializara sin necesariamente implicar un desvío sustancial respecto de la meta.

Los principales riesgos a la baja para la inflación incluían el nivel que alcanzaba la compensación inflacionaria, en particular la de un año a partir de un año más que se encuentra por debajo de 3%, y el eventual comportamiento de las expectativas de inflación si efectivamente se materializa la reducida inflación esperada en los próximos meses.

Además del análisis de riesgos, había dos novedades en el mes a partir de las cuales podría argumentarse a favor de la mantención de la TPM. La primera era la volatilidad que habían tenido los mercados internacionales, la que había reaparecido en los días previos a la reunión luego de una semana de mayor calma. Durante un período de turbulencia, podía justificarse mantener la TPM por un argumento de cautela. La segunda era el anuncio de medidas pro inversión realizadas por el Ejecutivo el 13

de marzo pasado. Los anuncios deberían favorecer un escenario de mayor demanda interna y crecimiento. Evaluar sus consecuencias precisas tomaría algún tiempo.

Más allá de los elementos anteriores, se consideró que desde el punto de vista de la implementación y comunicación de la política monetaria, era necesario considerar que las expectativas para la reunión estaban divididas, situación que se generó principalmente luego de la divulgación de la minuta de la última reunión. En ese cuadro, también se podía justificar una rebaja de la TPM para validar dicha minuta y así reducir el riesgo de que perdiera influencia como instrumento de comunicación.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en señalar que las últimas noticias en el plano inflacionario y de actividad eran concordantes con el escenario central de proyecciones del *Informe de Política Monetaria* de enero, aunque varios estimaron que los riesgos en el frente inflacionario se habían incrementado.

Todos los Consejeros indicaron que en el frente externo la principal preocupación se refería a las turbulencias en los mercados financieros. Varios Consejeros añadieron a lo anterior la incertidumbre respecto de la trayectoria del precio del petróleo, que al momento de la reunión se ubicaba algo por encima de lo proyectado en el *Informe* de enero, y el mayor riesgo de una desaceleración de la economía estadounidense.

Un Consejero destacó que la economía chilena está en una posición particularmente sólida para enfrentar los riesgos de un debilitamiento del escenario externo, mientras otro Consejero indicó que las implicancias para la política monetaria de un escenario internacional distinto al contemplado en el escenario central son variadas, dependiendo de sus efectos sobre el precio de los activos. Señaló que, en la medida que las turbulencias se circunscriban a las bolsas y mercados de renta fija en los países desarrollados y economías emergentes, la evidencia apuntaría a mayores razones para bajar la tasa de política. En cambio, en la medida que se genere una depreciación del peso, la recomendación adecuada sería de cautela y por tanto mantener la tasa de política.

En el plano interno, todos los Consejeros reconocieron riesgos de que la inflación se ubique por encima de lo proyectado. Entre ellos, señalaron la evolución del índice de remuneraciones, que podría ser coherente con holguras menores que las del escenario central, aún cuando los costos laborales siguen creciendo a un ritmo acotado. Un Consejero, indicó que, a su juicio, todavía no se tienen suficientes antecedentes para descartar que esto sea reflejo de una brecha de producto más reducida, de los efectos de la nueva ley de subcontratación, que constituiría un efecto de una sola vez, o algún otro fenómeno transitorio. Agregó, no obstante, que se trataba de un escenario de riesgos que debía ser monitoreado.

También dentro del panorama de riesgos, algunos Consejeros consideraron relevante la divergencia entre la inflación de transables y no transables. Varios Consejeros mencionaron las presiones de costos que surgen del alza en el precio de algunos alimentos con gran incidencia en el IPC, mientras otros Consejeros agregaron que la evolución reciente de los agregados monetarios y de crédito estaba entre los antecedentes que podrían influir en proyecciones de inflación al alza.

En el plano interno, a juicio de varios Consejeros los recientes anuncios del Ministerio de Hacienda apuntarían a confirmar un fortalecimiento de la inversión y el crecimiento. En opinión de uno de ellos, atendiendo a las estimaciones del mercado respecto de su efecto sobre el crecimiento de la actividad, este podría resultar equivalente a una rebaja de la tasa de política monetaria como la contemplada en el escenario base.

Un Consejero destacó que la desaceleración puntual en la creación de empleo y la posibilidad de que el PIB del primer semestre sea algo menor que lo contemplado en el escenario base del *Informe* de enero, constituyen un riesgo que podría llevar a una inflación menor que la proyectada.

Varios Consejeros argumentaron que la inminente revisión de las cuentas nacionales permitirá reevaluar el estado en que se encuentra la economía y en particular la magnitud de las holguras de capacidad y sus implicancias sobre la inflación proyectada. Un Consejero apuntó que la preparación del *Informe de Política Monetaria* de mayo próximo era una buena oportunidad para revisar dichas variables.

Algunos Consejeros explicitaron que una mantención de la tasa de política monetaria en esta ocasión no significaba que descartaran posibles rebajas a futuro, si los antecedentes que se acumulasen así lo ameritaran.

Otros Consejeros estimaron que disminuir la TPM en esta oportunidad era la acción de política más adecuada considerando que los antecedentes reafirmaban el escenario central y los riesgos eran acotados. En particular, uno señaló que, a pesar de los riesgos de mayor inflación que habían surgido, el escenario central seguía siendo el más probable. Esto es, que la inflación caiga por debajo de 2% en los próximos meses, y que la inflación a 24 meses se ubique por debajo de 3%. Con ello estimaba que el mayor riesgo era que, de mantenerse la TPM, y, a la vez, darse el escenario central, habría más reducciones y más volatilidad de la política monetaria en el futuro.

4. Acuerdo

El Consejo acordó con los votos del Presidente señor Corbo y de los Consejeros señores Desormeaux y Marshall mantener la tasa de interés de política monetaria en 5,0%. El Vicepresidente señor De Gregorio y el Consejero señor Marfán manifestaron su decisión de reducirla en 25 puntos base.