

# Reunión de Política Monetaria

ABRIL 2007

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 106  
celebrada el 12 de abril 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 Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldivar; el Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle; 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 Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; 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

La información disponible siguió dando cuenta de un aumento del dinamismo de la actividad interna y la inflación anual del IPC se ubicó algo por debajo de 3%. Los mayores cambios en el mes se dieron en el plano externo, en especial en precios relevantes para la economía chilena, con un precio del cobre que volvió a aumentar con fuerza y ubicándose considerablemente por sobre lo contemplado en el escenario base del último IPOM. Los precios del petróleo y sus derivados, especialmente la gasolina, subieron, situándose por sobre lo proyectado. Si bien el efecto sobre la economía local de estos cambios es amortiguado por la operación de la regla fiscal y los fondos de estabilización de los combustibles, el escenario de corto plazo para la inflación IPC era algo mayor que el mes anterior (y el del IPOM) debido al mayor precio del petróleo y

sus derivados y al incremento en el precio de algunos alimentos. Medidas alternativas de la tendencia inflacionaria no mostraron cambios relevantes. Los costos laborales siguieron contenidos y las expectativas de inflación se ubicaron en torno a 3%. Las expectativas para la TPM indicaban que esta se mantendría en su nivel actual durante este año y gran parte del próximo. El conjunto de antecedentes anteriores sugería que la inflación anual disminuiría durante los próximos meses con menos intensidad que lo proyectado en el último Informe.

En cuanto al escenario externo, las proyecciones de crecimiento mundial para los principales socios comerciales se corrigieron al alza en 0,1pp. para el 2007 y el 2008, impulsadas principalmente por mejores perspectivas para la Zona Euro y Japón. Esto, a pesar que se mantenía la incertidumbre respecto de cómo la desaceleración de EE.UU. afectaría al resto del mundo. En materia de expectativas de tasas de política de los agentes financieros para este año, la fortaleza del empleo redujo a uno los recortes esperados en EE.UU., mientras no había cambios respecto del mes previo en la Zona Euro y Japón, esperándose para ambos un incremento de 25pb hacia mediados de año. Las tasas de interés de largo plazo aumentaron, tanto por una mayor preocupación por inflación como por la renovada preferencia de inversionistas por instrumentos de mayor retorno. En Europa y Japón, el aumento de estas tasas se debía principalmente a buenas cifras de actividad. El precio del cobre había aumentado de manera significativa, ubicándose en lo más reciente sobre US\$3,5 la libra. Según analistas de mercado, esto se debía, principalmente, a indicaciones de una mayor demanda de China. El precio del petróleo WTI se elevó hasta cifras cercanas a US\$65 el barril en la semana previa al cierre de esta minuta, reflejo de un incremento en la prima por riesgo. En lo más reciente descendió hasta niveles más cercanos a US\$62. El precio de la gasolina continuó aumentando afectado por problemas en la refinación. Esto llevó a que su valor subiera más de 15% en el último mes (50% de aumento respecto del precio spot al cierre estadístico del IPOM de enero). En los mercados emergentes, la caída de precio de los activos que acompañó las turbulencias financieras de fines de febrero se había revertido casi completamente. Así, las bolsas, premios soberanos y paridades retornaban gradualmente a los niveles previos al inicio del mencionado episodio, e incluso, algunos premios soberanos se ubicaban en niveles históricamente bajos.

En el mercado financiero local sobresalía el mayor dinamismo del crecimiento anual del dinero en marzo, fenómeno que ya se había observado el mes pasado. En cambio, el crecimiento anual de las colocaciones totales, que también se había reaccelerado en febrero, se atenuó en marzo, al igual que su velocidad de expansión anual, aunque continúan creciendo a tasas relativamente elevadas. Cabe destacar que el crecimiento anual de las colocaciones de consumo siguió atenuándose.

Las tasas de interés nominales de los documentos del BCCh tuvieron cambios menores respecto del cierre de la reunión de marzo, aumentando hasta 10pb dependiendo del plazo. Las tasas de los documentos reajustables tampoco tuvieron cambios importantes a plazos largos, pero a plazos menores de cinco años cayeron hasta 40pb. Con esto,

la compensación inflacionaria de corto y mediano plazo aumentó respecto del mes anterior, posiblemente influida por el aumento del precio del petróleo. Destacó el cambio en la compensación  $I$  en  $I$ , que aumentó hasta 2,9% (0,4pp superior a la del mes anterior). Respecto de las tasas de interés de mercado, las de colocaciones comerciales bajaron 30 puntos base, alcanzando el menor nivel desde junio del 2005, mientras que las de las letras hipotecarias disminuyeron en el margen y las de las colocaciones de consumo siguieron mostrando una leve alza, si se considera su estacionalidad habitual. El valor de la bolsa local recuperó buena parte de la pérdida previa, sin fluctuaciones de consideración en el mes. Por último, la paridad nominal peso/dólar no tuvo cambios relevantes en el curso del mes. El tipo de cambio real se estima llegó a 95,0 en marzo.

Las expectativas para la TPM para los próximos meses derivadas de la curva *forward* aumentaron con respecto al mes anterior, deduciéndose una menor probabilidad de un nuevo recorte de la TPM en lo que resta del 2007 y gran parte del 2008. Las tasas de interés *swap* también indicaban que la TPM se mantendría en su nivel actual por un lapso prolongado. Las noticias de precios de marzo y la publicación de la minuta de la reunión del mes pasado, contribuyeron a que el mercado asignara alguna probabilidad a la opción de un nuevo recorte de la TPM, la que, no obstante, era reducida. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de abril también señalaba que la TPM se mantendría por todo el 2007, esperándose un incremento de 25pb a diciembre del 2008.

Los datos de febrero mostraron que el consumo siguió creciendo a tasas elevadas, similares a las registradas a lo largo del 2006. El consumo durable, tras un débil registro en enero, tuvo un crecimiento significativamente superior en el segundo mes del año. No obstante, en términos trimestrales su tasa de crecimiento anual siguió una trayectoria descendente respecto de los registros del 2006, coherente además con la evolución del crecimiento anual de las colocaciones de consumo. Las expectativas de los consumidores tuvieron una caída importante durante marzo, ubicándose en la zona pesimista. Destacó, sin embargo, que la caída no se asociaba a la situación personal. Por el lado de la inversión, en marzo el valor de las importaciones de bienes de capital habría crecido más de 17% (US\$612 millones en el mes), valor superior al de enero y febrero, y que estaría por encima del crecimiento registrado en el segundo, tercer y cuarto trimestre del 2006. Destacó también los anuncios que se han hecho respecto de la colocación de bonos corporativos para lo que resta del 2007, los que, de concretarse, serían similares a los máximos observados en el 2001. Respecto de la Formación Bruta de Capital Fijo en edificación y obras, los datos de ventas de vivienda del primer bimestre del 2007 mostraron tasas de crecimiento anual menores que a fines del 2006, con un número de meses necesarios para agotar el stock que aumentaba marginalmente, siguiendo en niveles elevados.

Los datos de actividad del último mes acercaban la evolución del primer trimestre al escenario de corto plazo delineado en el IPOM de enero, considerando el cambio en las participaciones sectoriales. La tasa de variación anual del Imacec fue de 5,7% (igual valor sin efecto calendario), cifra mayor que los registros de los meses recientes

y que lo esperado por el mercado. Por sectores, destacó el creciente mayor dinamismo del comercio y el menor de minería e industria. En este último sector destacó la debilidad de sectores ligados a la inversión, que, aparentemente, estarían enfrentando una creciente competencia de importaciones. Lo anterior, aún considerando que su importancia dentro del consumo durable y/o la inversión en maquinaria y equipos es baja. Los sectores de la industria que se habían visto mayormente afectados por el fenómeno de cambio en el origen del consumo habitual hacia bienes importados, mostraron tasas de crecimiento anual levemente positivas. En el caso del comercio, su dinamismo se veía reflejado en el desempeño de todos sus componentes y era, a la vez, coherente con lo que se observaba en los indicadores de consumo y las importaciones de bienes de consumo y capital.

Los datos del trimestre móvil diciembre-febrero fueron algo distintos de las tendencias recientes del mercado laboral. Por un lado, la tasa de crecimiento del empleo, tras algunos meses de descenso, volvió a aumentar, nuevamente concentrada en el empleo asalariado. Por otro lado, la fuerza de trabajo y la tasa de participación laboral aumentaron luego de varios meses de estabilidad, en especial la femenina. La tasa de desempleo siguió aumentando levemente, llegando a 7,2% eliminada estacionalidad (7,1% el mes pasado).

Los datos de salarios de febrero aumentaron la discrepancia entre el crecimiento anual del Índice de Remuneraciones (IREM) y el Costo de la Mano de Obra (CMO). El incremento en doce meses del primero subió a 6,1% (5,8% en enero), a la vez que el del CMO cayó a 4,7% (4,8% en enero). El incremento real de las remuneraciones que mide la AChS siguió disminuyendo, ubicándose en niveles similares a los de mediados del 2006.

El crecimiento anual de los costos laborales unitarios (CLU), en todas sus mediciones, volvió a caer en febrero, con una velocidad de expansión que continuó negativa. Como se ha mencionado antes, parte importante de la trayectoria que muestran los CLU respondía a la evolución de la productividad medida. Con todo, las presiones de costos salariales, más allá de la divergencia entre IREM y CMO, siguieron estando contenidas, manteniéndose el riesgo identificado en el IPOM de enero.

Por el lado de la inflación, en marzo el IPC aumentó 0,4% (2,6% anual), el IPCX 0,3% (2,7% anual) y el IPCX1 0,5% (2,3% anual). La inflación de marzo, estacionalmente alta, se explicó en parte importante por el aumento en el costo de los servicios de educación, que se compensó en parte por el efecto negativo remanente del ajuste de precios del transporte público de la entrada en operación del Plan Transantiago y una caída en el valor de los pasajes interurbanos. Esto último se estima correspondió a un adelantamiento de caídas esperadas en meses venideros y fue lo que provocó que el IPCX1 resultara menor que lo esperado. Algunas medidas alternativas de tendencia inflacionaria mantuvieron sus niveles del mes anterior, mientras otras aumentaron. La velocidad de expansión del IPCX1, tal como se había anticipado, comenzó a

retroceder respecto de los elevados niveles que mostraba en los meses inmediatamente anteriores.

Con esto, la inflación IPCX1 a fines del primer trimestre fue algo superior a la proyectada en el IPOM de enero, principalmente por el aumento en el precio de algunos alimentos, fenómeno que podría atribuirse, al menos parcialmente, al aumento en el precio internacional de los granos. La inflación del IPC, en cambio, resultó similar a lo anticipado para fines de marzo, debido a que el efecto que el Plan Transantiago provocó en las tarifas más que compensó el mayor IPCX1. El escenario de corto plazo apuntaba a una inflación mayor que la proyectada el mes anterior y en el IPOM de enero, tanto por una levemente mayor inflación IPCX1 como por el efecto que el alza reciente del precio del petróleo tendrá en el IPC.

## 1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se discutió acerca del escenario internacional, en particular sobre la evolución que habían tenido los riesgos inherentes en él. Se mencionó que la evaluación de analistas externos y del propio Fondo Monetario Internacional era que los riesgos de la economía mundial habían descendido en los últimos meses, en especial respecto de la posibilidad de una desaceleración más marcada de la actividad de EE.UU. y su efecto en el resto de las economías. Se agregó que la rapidez con que los mercados financieros internacionales se habían recuperado de las turbulencias de fines de febrero también podían considerarse una señal de la fortaleza de la economía mundial. En contraposición, se mencionó que la evaluación de los riesgos en EE.UU. no necesariamente era tan favorable como parecía, no pudiendo descartarse que la publicación de cifras negativas, por ejemplo del mercado laboral, provocaran ajustes abruptos de expectativas. Se agregó que, más allá de todo lo anterior, la persistencia de desequilibrios globales era un factor de riesgo que seguía latente y que aún no había sido corregido.

Se discutió acerca del impacto que el aumento en el precio internacional de los granos había tenido en el precio interno de los alimentos. Se señaló que no existía claridad respecto de cuán persistente podía ser este efecto en el tiempo, en particular porque episodios anteriores de aumento de precios de este tipo de productos, como en el 2003, habían sido contemporáneos a otros eventos como movimientos importantes del tipo de cambio. Se mencionó también que la persistencia del *shock* podría ser mayor que la del promedio histórico de los *shocks* de oferta que afectan a los productos agrícolas. Esto, en la medida que el origen de ese cambio en los precios se vincule al uso de esos productos para el desarrollo de biocombustibles. De este modo, en caso que el precio del petróleo se mantuviera elevado, era posible esperar que el aumento en los precios de los granos fuera más persistente, afectando incluso el precio de productos que lo utilizan como insumo, en particular el sector ganadero. Se argumentó, en contraposición a lo anterior, que el efecto del desarrollo de biocombustibles sobre esos precios podía ser un fenómeno principalmente acotado a Estados Unidos y no podía hacerse una extrapolación simple hacia el resto de las economías. Ello por cuanto Estados Unidos

era básicamente una autarquía en la producción y consumo de los granos y establecía una serie de barreras a la comercialización de estos productos al interior de su economía. Se concordó en que este era un fenómeno que debe seguirse estudiando, tanto porque no existe claridad respecto de la evolución futura de los precios internacionales de estos productos como de su efecto en la inflación local.

## 2. Opciones

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

El principal argumento para disminuir la TPM, al igual que los dos meses anteriores, era el escenario central de proyecciones considerado en el último IPOM. Una menor TPM permitiría adelantar el cierre de brechas de inflación (respecto de 3%) y de actividad (respecto del PIB tendencial) que consideraba ese escenario. Se podía justificar disminuir la TPM en la medida en que se estimara que la economía estaba evolucionando en línea con ese escenario central. Los resultados de la inflación IPC y la expectativa de crecimiento del PIB a marzo eran, en principio, coherentes con ese diagnóstico. En particular, cabía mencionar que por segundo mes la inflación subyacente IPCX1 moderó sorpresas al alza de meses anteriores, lo que en principio fortalecía el escenario central. A este argumento se agregaba el cese de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, elemento considerado en la reunión anterior como uno de los argumentos para no disminuir la TPM.

El principal argumento para mantener la TPM en esta oportunidad se basaba en que, si bien la inflación y la actividad eran hasta ahora coherentes con el escenario central, había aspectos en la evaluación de la marcha de la economía y *shocks* específicos que, en principio, modificaban algo al alza las perspectivas de inflación. En particular, el aumento del precio de los alimentos —que se reflejaba en un mayor IPCX1 efectivo y esperado—, así como el mayor precio de derivados del petróleo, elevaban la proyección de inflación de corto plazo, lo que resultaba más notorio si se excluía el efecto que tuvo la puesta en marcha del Plan Transantiago. El comportamiento de las medidas de tendencia inflacionaria era también coherente con esta evaluación. Estas novedades no modificaban de manera radical el escenario central —que consideraba holguras por algunos trimestres— pero, si se estimara que ellas son persistentes, eran de una magnitud tal que podría justificar mantener la TPM en espera de una actualización de este escenario.

Además de las consideraciones anteriores, había factores de riesgo que eran relevantes en la evaluación de las opciones, algunos de los cuales se discutieron en la reunión anterior. En efecto, la inflación podría ser más baja que en el escenario central, en la medida en que se redujeran las expectativas de inflación a partir de la baja inflación

anual proyectada para el tercer trimestre. Asimismo, los costos laborales unitarios habían evolucionado por debajo de lo esperado. A esto cabía sumar la posibilidad de que se diera una reversión o, alternativamente, un efecto contractivo en el mayor precio de los granos y del petróleo. El alza de estos últimos era básicamente un *shock* de costos o de oferta, con sus implicancias habituales.

Por su parte, algunos riesgos al alza para la inflación eran la relativamente mayor inflación de servicios (no transables) respecto de la de bienes (transables) y la posibilidad de un traspaso más intenso al mercado interno del mayor precio internacional de los granos.

También cabía señalar que se habían atenuado un par de elementos de riesgo analizados en marzo. Por un lado, el riesgo que imponía una muy reducida compensación inflacionaria a un año plazo en un año más se había tendido a disipar. Por el otro, si bien continuaba como un foco de atención las posibles implicancias del mayor crecimiento del IREM, cabía señalar que el escenario central contempla una mayor tasa de crecimiento de los costos laborales nominales y el análisis preliminar indica que la discrepancia IREM/CMO podría no ser especialmente informativa.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros señalaron que en el plano externo la principal noticia del último mes era el alza del precio de las materias primas. Indicaron que el precio del petróleo y sus derivados seguía una trayectoria por sobre lo esperado a principios de año, mientras el cobre alcanzaba valores máximos en el año. Un Consejero, señaló que con la actual regla de superávit fiscal la economía chilena era menos sensible a vaivenes en el precio del cobre y que con el esquema de metas de inflación se acotaban las presiones inflacionarias de un mayor precio del petróleo.

Todos los Consejeros destacaron el riesgo que el alza del precio internacional de los granos conlleva sobre la inflación. No obstante, un Consejero indicó que aún no es clara cuál será su evolución ni sus efectos en la economía chilena, mientras otro Consejero señaló que la evidencia muestra que este aumento ya estaría parcialmente absorbido por los precios internos.

Todos los Consejeros coincidieron en señalar que las cifras de inflación total y actividad conocidas en los últimos meses estuvieron en línea con lo proyectado en el escenario base del IPOM de enero. Varios Consejeros indicaron que las proyecciones de inflación para los próximos meses elaboradas en base a los nuevos antecedentes eran mayores que las anteriores y aparecían sesgadas al alza. A juicio de un Consejero si bien los cambios no eran muy grandes, sí eran suficientes como para reevaluar la conveniencia de un ajuste de la TPM más bien pequeño, de 25 puntos base.

A juicio de algunos Consejeros se habían tendido a atenuar algunos de los riesgos de inflación detectados en las reuniones anteriores (sorpresa al alza en el IPCX1 y discrepancia entre inflación de bienes y servicios). No obstante, otros Consejeros consideraron que varios riesgos aún estaban presentes e incluso, algunos de ellos se estaban materializando, y modificaban la evaluación más probable de la marcha de la economía hacia delante, en particular la trayectoria de algunos precios específicos.

Un Consejero indicó que era importante identificar si los riesgos que se enfrentaban respondían a factores de demanda o de oferta. Ello porque a su parecer los actuales riesgos de inflación correspondían a *shocks* de oferta, mientras los del lado de la demanda eran menores y probablemente balanceados.

Algunos Consejeros creían que era prudente acumular mayores antecedentes acerca de la real persistencia de las presiones de costos así como disponer de proyecciones de más largo plazo que surgirán de la elaboración del IPOM de mayo antes de revisar el nivel de la tasa de política monetaria. Otro Consejero notó que una parte importante del ajuste contemplado en el escenario base ya se había producido con la rebaja de la TPM en enero pasado y, muy especialmente, con la reacción posterior del mercado, que introdujo ajustes significativos a lo largo de toda la curva de rendimiento. Estas correcciones se apreciarían mejor, si se tenían en cuenta los cambios en expectativas y tasas que ya se habían producido a fines del año pasado.

### 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%.