

# Reunión de Política Monetaria

MAYO 2007

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

## Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 107 celebrada el 10 de mayo 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 Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; 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

En esta ocasión los antecedentes presentados corresponden a los incluidos en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de mayo.

Además, como novedades desde la reunión anterior se consideró que en el lado externo el escenario continuaba favorable, con Europa y Asia compensando la debilidad de EE.UU. Las tasas de interés de largo plazo se mostraban estables en Europa y Japón, mientras en EE.UU. habían tendido a caer, respondiendo, principalmente, a noticias que apuntaban a menores presiones inflacionarias. El dólar había continuado depreciándose en términos multilaterales (acumulaba más de 4% respecto del IPoM de enero).

El precio del cobre había aumentado a niveles en torno a US\$3,60-3,70, muy por encima del escenario de enero, y excediendo los niveles de los últimos dos meses. El precio del petróleo también se había mantenido elevado (luego de aumentos mucho más moderados que los del cobre), mientras las gasolinas siguieron aumentando, hasta niveles muy por encima de lo que indicaría un margen de refinación histórico.

En el mercado financiero interno, el cambio más notorio fue la reacción al alza de las tasas de interés de mercado, principalmente las de mayor plazo y a la baja del tipo de cambio, luego de conocidas las noticias de actividad e inflación. Los agregados monetarios continuaban creciendo a tasas elevadas y el crecimiento del crédito mostraba una leve moderación. Los mercados y los analistas asignaban en ese momento, con alta probabilidad, una mantención de la Tasa de Política Monetaria (TPM) por algunos meses, con leves aumentos posteriores.

El crecimiento de la actividad aumentó significativamente en marzo, por encima de lo proyectado. Ello dejaba el crecimiento del primer trimestre algo por encima de lo previsto en el IPoM de enero, en parte influido por novedades en sectores de recursos naturales. La encuesta de analistas daba cuenta de una revisión al alza para el crecimiento del año.

La inflación de abril sorprendió al alza. En ello influyó un mayor IPCX1 —que excluye precio de combustibles, alimentos perecibles y tarifas reguladas—, explicado por el rubro salud y, al igual que en meses anteriores, por aumentos mayores que lo previsto en algunos alimentos no perecibles. Adicionalmente, hubo una importante contribución de los combustibles. Con ello, e incluso tomando en cuenta el efecto del Plan Transantiago, la inflación IPC a abril se ubica algo por encima de lo proyectado en el IPoM de enero. El IPCX1 a abril superaba por más de medio punto porcentual las proyecciones de enero.

El ritmo de creación de empleos volvió a intensificarse en el último mes. A las alzas que había mostrado el Índice de Remuneraciones (IREM), se sumaba la del Costo de Mano de Obra (CMO), que comenzaba a aumentar su tasa de crecimiento. Con todo, los Costos Laborales Unitarios (CLU) continuaban contenidos, debido al aumento de la productividad medida. El análisis de los microdatos apoyaba la idea de que la discrepancia entre IREM y CMO se explica principalmente por un diferencial de ponderadores de los índices.

### 1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se indicó que las noticias del escenario externo seguían apuntado a que este era favorable, siendo la evolución de la economía de EE.UU. el principal riesgo. Esto último, porque el ajuste de su sector inmobiliario podía seguir profundizándose. Se señaló también que los riesgos por el lado de la inversión no residencial eran menores, puesto que exhibía una leve recuperación y que, en todo caso, el escenario base consideraba que

la economía de EE.UU. tendría un año más débil que el anterior. Se agregó que estaba surgiendo como preocupación en algunos foros mundiales la posible sobrevaloración de algunos mercados accionarios, en particular el de Shanghai. Se señaló que esto podría responder tanto a la búsqueda de mayor retorno tanto por parte de agentes locales como externos que realizaban apuestas respecto de la fortaleza de la moneda china.

Se discutió acerca de los movimientos de las tasas de interés en los días previos a la reunión, especialmente, tras conocerse las cifras de actividad e inflación. Se señaló que era posible que el aumento de las tasas de interés respondiera a una sobrerreacción a los datos recientes. Por otra parte, las mayores expectativas del mercado respecto del crecimiento podrían haber elevado la tasa de interés que los agentes consideran neutral.

Se analizaron los mecanismos y las implicancias posibles de los anuncios recientes de apoyo fiscal al Plan Transantiago.

Se discutió acerca de la información que contenía la brecha entre el crecimiento anual de la inflación de bienes y de servicios. Se señaló que la evolución histórica de ambas no era muy concluyente respecto de que una de ellas (la de bienes) debiera converger al nivel de la otra (la de servicios). Se indicó que no se podía descartar que dicha brecha pudiera estar anticipando una apreciación que la llevaría a prolongarse en el tiempo. Se agregó que además la diferencia entre la inflación de ambos componentes del IPC podía ser reflejo de las diferencias en la productividad de los sectores transables y no transables, en donde las ganancias del primero habían sido claramente mayores que las del segundo. Se argumentó que aunque ciertamente puede existir una diferencia entre la inflación de bienes y de servicios por cambios de precios relativos o productividades distintas, no está claro cuál es el tamaño de esa diferencia y si la brecha actual está acorde con ella o no. Se indicó que, por ahora, lo observable era que la diferencia histórica es menor que la actual, y que la inflación ha aumentado en lo más reciente junto con un incremento de la inflación de bienes, por lo que no era del todo correcto restar importancia a este riesgo.

## 2. Opciones

Con los antecedentes disponibles, el Consejo consideró que era difícil justificar una opción distinta a la de mantener la TPM en esta reunión.

De manera similar a como se discutió en septiembre del 2006, un ejercicio completo de proyecciones de corto y mediano plazo provee poco espacio para argumentar en favor o en contra de opciones distintas a la trayectoria de TPM implícita en esas proyecciones, en particular cuando ese supuesto es de mantención. En esta oportunidad, el supuesto

es que la TPM sigue, en los próximos trimestres, una trayectoria similar a la implícita en los precios financieros de las dos semanas previas al cierre estadístico del IPOM.

Más aún, el argumento considerado en las últimas reuniones, basado en que un recorte de la TPM permitiría adelantar el cierre de brechas de inflación (respecto de 3%) y de actividad (respecto del PIB tendencial) había perdido relevancia con el cambio de escenario base. La actividad estaba retomando un dinamismo incluso mayor al proyectado con anterioridad, el IPCX1 había sorprendido al alza y las medidas de tendencia inflacionaria no daban cuenta de una disminución.

Desde el punto de vista del análisis de riesgos, cabía señalar que aquellos que podían haber justificado un recorte de tasas en los últimos meses, parecían haberse mitigado en lo más reciente. En particular, el crecimiento de los salarios medidos por el Costo de la Mano de Obra había comenzado a aumentar, atenuando el riesgo de que los aumentos de costos sean muy reducidos. El nivel que alcanzaba el desempleo apoyaba esa evaluación. La compensación inflacionaria de un año en un año, que se ubicaba por debajo de 3% con anterioridad, se ubicaba en ese momento en torno a la meta. Por último, el escenario de inflación especialmente reducida que se esperaba anteriormente para el corto plazo, que podría influir en expectativas de inflación a la baja, era poco probable con las noticias acumuladas en los últimos meses. Por su parte, los riesgos de inflación a la baja, dados por una eventual continuación de la evolución reciente que había tenido el tipo de cambio, o porque podría darse ante una reversión rápida del precio internacional de combustibles y alimentos, no parecían suficientes para justificar una acción de política preventiva.

De otro lado, algunos de los riesgos al alza de la inflación que se analizaron en los últimos meses eran ahora parte del escenario base, en particular los *shocks* de oferta ligados a los mayores precios de alimentos y de combustibles. Otros riesgos inflacionarios al alza, como eventuales efectos de segunda vuelta de mayores precios de algunos productos básicos, eran acotados, por lo que no justificaban adelantar aumentos de la TPM. Por su parte, las consecuencias para la política fiscal del próximo año y para el desempeño macroeconómico del país de una eventual revisión significativa del precio de referencia del cobre, eran un riesgo relevante, pero aún lejano en el tiempo. Finalmente, a lo anterior se sumaba un riesgo de menor brecha en los próximos trimestres, aunque también parecía prematuro ponderarlo para la decisión de mayo, dado que estaba influido de manera considerable por datos de un solo mes.

Por último, cabía considerar que prácticamente la totalidad de los analistas y participantes del mercado esperaba que se mantuviera la TPM en esta reunión, por lo que no se esperaban cambios en los precios financieros clave si se decidía por esa opción.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Varios Consejeros señalaron que el escenario internacional continuaba favorable, tanto en materia de actividad como en relación con las condiciones financieras. Llamaba la atención la fortaleza de los precios de las materias primas y la fuerte depreciación del dólar estadounidense. De hecho, un Consejero notó que el escenario base del IPoM considera el efecto de la depreciación del dólar estadounidense en los mercados internacionales y supone que no habría movimientos idiosincrásicos chilenos en la paridad del peso.

En el plano interno, varios Consejeros coincidieron en indicar que la demanda crecía vigorosamente y la actividad aumentaba por sobre su tendencia, con un cierre progresivo de brechas. En el frente financiero, de acuerdo a varios Consejeros, el alza de las tasas de interés y la baja del tipo de cambio peso/dólar en los días previos a la reunión estaban estrechamente ligados a las noticias sobre inflación y actividad de las últimas semanas, el que habría generado un significativo cambio de percepción del mercado. Un Consejero estimó que no podía descartarse que estos movimientos hayan correspondido a una sobrerreacción y por tanto, parecía razonable creer que el mercado se ajustaría tras la divulgación del IPoM. Otro señaló que no parecía prudente extrapolar tendencias a partir del dato de IMACEC de marzo.

Algunos Consejeros indicaron que los riesgos de una inflación más elevada identificados los meses anteriores se habían materializado y habían surgido algunos nuevos, lo que era coherente con haber quitado el sesgo a la baja de la TPM.

Con los antecedentes contenidos en el IPoM de mayo todos los Consejeros consideraron que era difícil considerar una opción distinta de mantener la TPM en su nivel actual. Uno de ellos descartó reducir la TPM, pues los riesgos de un crecimiento débil y una inflación baja por un tiempo prolongado se habían disipado, por la concurrencia de varios factores, entre ellos las propias acciones o decisiones de política monetaria. Al mismo tiempo, descartó un alza porque la inflación se encontraba contenida, los costos laborales crecían moderadamente y las cifras de actividad, dentro de rangos acotados, mostraban mayor dinamismo. Un Consejero notó que la proyección de inflación en el horizonte de política relevante se ubica en torno a 3%, con un supuesto de TPM estable en su nivel actual por algún tiempo.

Un Consejero indicó que era prudente poner especial atención en la propagación del aumento del precio de los granos y combustibles en el futuro, así como las implicancias que tendría un escenario de crecimiento más vigoroso. Asimismo, indicó que no podía descartar que la reversión de los precios externos, que habían afectado significativamente a la inflación recientemente, pudiera ser de una magnitud y oportunidad tal que se volviera a un escenario de reducción de las presiones inflacionarias. Además, agregó

que al evolución reciente del tipo de cambio podría generar presiones a la baja en la inflación, aunque las magnitudes de las fluctuaciones actuales no eran suficientes para tener un impacto negativo.

### 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%.