

# Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2007

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

## Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 109 celebrada el 14 de junio 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 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 abril la actividad y el gasto dan cuenta de un mayor dinamismo, por encima de proyecciones previas, aumentando la probabilidad de que se materialice un crecimiento mayor al contemplado en el escenario base del último IPoM. En particular, destaca el vigor del consumo privado, la inversión y las exportaciones. A su vez, en mayo la inflación del IPC resultó mayor que lo anticipado principalmente por el aumento en el precio de algunos alimentos, productos del rubro salud y combustibles. Estas novedades, junto con el incremento de las tasas de interés externas y los anuncios presidenciales sobre política fiscal del 21 de mayo, provocaron un aumento importante de la estructura de tasas de interés que inclinó la curva de rendimiento. Así, a diferencia de los meses anteriores en que se preveía su estabilidad, las expectativas de mercado anticipan un incremento de entre 50 y 75 puntos base de la Tasa de Política Monetaria para fines de año. Las expectativas de inflación se mantienen ancladas en 3% tanto en el corto como en el mediano y largo plazo.

En el plano externo destacan los aumentos significativos en las tasas de interés de las economías desarrolladas. Ello, principalmente, por señales que, al inicio del segundo

trimestre de este año, en particular en EE.UU., la actividad se estaría comportando mejor que lo anticipado lo que podría provocar mayores presiones inflacionarias. Así, las tasas de interés de largo plazo acumulan alzas cercanas a 50 puntos base en EE.UU. y de casi 40 puntos base en Europa desde la reunión anterior. En cuanto a las tasas de política monetaria, en EE.UU. se han disipado las expectativas de recortes que el mercado esperaba para este año e incluso se ha comenzado a incorporar la posibilidad de alzas hacia fines del 2007. En la Zona Euro, en tanto, el BCE, tal como se anticipaba, subió la tasa de referencia en 25 puntos base. El mercado vislumbra aumentos más acentuados de esta tasa de política a futuro. Las expectativas de crecimiento mundial se mantienen cercanas a 5% para el 2007 y el 2008, destacándose mejores perspectivas para Asia emergente y Europa.

El precio del petróleo WTI ha aumentado cerca de 6% en el último mes, principalmente por mayores tensiones geopolíticas. Pese a ello, se ha acentuado la brecha entre el precio del barril de petróleo Brent y WTI, que se ubica en valores superiores a US\$4. Esto, debido a la abundancia no habitual de petróleo WTI en los centros de acopio de EE.UU. Se estima que en la medida que esta situación se resuelva el valor del petróleo WTI se alinearía con el de otros tipos de petróleo. Esto implicaría que el margen de refinación de la gasolina —medido a través del *crack spread*— tendría una trayectoria más alta que la considerada en el escenario base del IPoM de mayo. A ello se suma una mayor demanda estacional de lo anticipado y detenciones no previstas en refinerías, lo que llevaría a tener precios de la gasolina más altos que los entonces considerados. Esto tiene implicancias directas en la inflación IPC, concretando uno de los riesgos descritos en el IPoM. El precio del cobre, por su parte, ha retrocedido cerca de 9% en el mes, transándose actualmente en torno a US\$3,30/libra, en línea con el escenario base del IPoM de mayo.

En el mercado financiero nacional destaca el alza de la estructura de tasas de interés desde comienzos de mayo. En ello han incidido las noticias de actividad e inflación interna, los anuncios presidenciales del 21 de mayo y la evolución de las tasas de interés externas. Respecto del cierre de la reunión anterior, las tasas de interés de los documentos del Banco Central han tenido aumentos de entre 20 y 50 puntos base. De esta manera, las expectativas respecto de la TPM que se deducen de los precios de los activos financieros indican un alza de ésta de entre 50 y 75 puntos base de aquí a fines de año, lo que contrasta con la estabilidad de la TPM que se anticipaba a comienzos de mayo. Un aumento similar se desprende de la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central (EEE) de junio, que anticipa un aumento de la TPM de 25 puntos base antes de agosto y de otros 25 puntos base para fines de año. A su vez, la compensación inflacionaria *forward* se ubica en torno a 3% para sus distintas versiones. En tanto, la encuesta a las mesas de dinero (EMD) muestra una inflación en 3,1% a uno y dos años (0,2pp superior a la del mes anterior). La EEE, a su vez, muestra que la inflación esperada a fines del 2007 aumentó desde 2,9 a 3,2% entre mayo y junio, y a uno y dos años plazo se mantiene en 3%. Cabe mencionar que el incremento de tasas de interés de los documentos del BCCh no ha tenido su correlato en las tasas que los bancos aplican a sus colocaciones. Las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario que se transan en bolsa han reflejado el mayor aumento entre las tasas de mercado, aunque inferior al de los papeles de referencia (entre 10 y 20 puntos base dependiendo del plazo).

Por el lado de los agregados monetarios y crediticios, el crecimiento anual de las colocaciones totales ha continuado atenuándose, aunque llama la atención la aceleración de las colocaciones de vivienda desde comienzos de año, que coincide con las favorables cifras de ventas de viviendas que se han conocido. El crecimiento anual de los agregados monetarios no tuvo mayores cambios en el último mes, mientras sus velocidades de expansión, aunque levemente, han comenzado a disminuir. El valor de la bolsa, luego de una caída el mes pasado ha vuelto a recuperarse. La paridad peso/dólar, tras alcanzar un valor mínimo la tercera semana de mayo (\$518 por dólar), aumentó a partir de esa fecha, cotizándose en \$528 al cierre de esta minuta. A diferencia de lo que se había observado antes, la depreciación del peso en este último período se verificó respecto de todas las monedas. El tipo de cambio real en mayo volvió a valores bajo 94, en su medición 1986=100, y en junio se estima aumentará, para ubicarse cerca de 95.

Los datos conocidos durante el último mes apuntan a un escenario en que el crecimiento de la actividad en el segundo trimestre del año será superior al previsto en el escenario base del IPoM de mayo. Por el lado de la demanda interna, este mayor crecimiento se apoya en el incremento que mostraron los indicadores de consumo en abril y el aumento del volumen de las importaciones de bienes de capital en abril y mayo. Los datos de abril, más allá de un crecimiento significativo del consumo durable (liderado por el importante aumento de las ventas de autos, cercanas a 30% anual), mostraron un mayor incremento del consumo habitual. Las expectativas de los consumidores siguieron disminuyendo durante junio, manteniéndose en la zona pesimista. Destaca en esta ocasión que, a diferencia de los meses previos, la caída fue generalizada en todos los componentes del indicador. Por el lado de la inversión, resalta el crecimiento que muestran las ventas de viviendas nuevas en el primer cuatrimestre, con un aumento del número de meses para agotar el stock que se estima es resultado del dinamismo de la oferta. En mayo el valor de las importaciones de bienes de capital siguió en niveles altos: US\$570 millones (8,5% de crecimiento anual).

Los anuncios de política fiscal del 21 de mayo pasado, en particular el ajuste de la meta de superávit estructural desde 1 a 0,5% del PIB a contar del 2008, podrían implicar, si todas las demás variables siguieran constantes, un aumento relevante del gasto desde el punto de vista macroeconómico para el próximo año. Su magnitud efectiva, no obstante, está sujeta a múltiples consideraciones. Por un lado, la evolución de los determinantes del superávit estructural efectivo para el 2007 podría llevar a que el impacto esperado el próximo año sea menor. Esto porque el aumento de la recaudación tributaria en el 2007, el incremento en los costos de Codelco, la posibilidad de que la inflación IPC promedio del año sea menor que la considerada en el presupuesto y los anuncios de gasto fiscal que se implementarán durante este año llevarían a que parte del mayor impulso se materialice en el 2007. Por otro lado, aún queda por conocer cuál será la magnitud de la revisión que sufrirán los parámetros que el Comité de Expertos determina, en particular el precio de referencia del cobre y el crecimiento tendencial de la economía, lo que tendrá una incidencia directa en la determinación del presupuesto 2008 y el impulso macro que de él se derive. Con todo, debe destacarse que la política fiscal continúa contribuyendo a la estabilidad macroeconómica del país, toda vez que sigue inserta en un marco de referencia en que los ingresos transitorios son ahorrados.

En el lado del comercio exterior, en mayo se verificó un inusual aumento del valor de los envíos al exterior, en particular de productos mineros (cobre). Parte de ello se habría debido a desfases administrativos en las declaraciones de exportación. Los

envíos industriales muestran tasas de crecimiento anual menores, en particular por el bajo desempeño puntual de la harina de pescado y los salmones y truchas. Las importaciones, en tanto, muestran un favorable comportamiento en abril y mayo, en especial las compras al exterior de bienes de consumo y de combustibles.

Sectorialmente, destacó en abril el sostenido dinamismo de la actividad del comercio y de otros servicios (en línea con la comentada evolución del consumo) y el afianzamiento de un mayor crecimiento de la actividad industrial y minera. Con ello, en abril el Imacec aumentó 6,6% anual (6% eliminado el efecto calendario), valor por sobre lo esperado por la generalidad del mercado. Por el lado de la industria, al mayor crecimiento que implica la ampliación de capacidad en la producción de celulosa se ha sumado el mejor desempeño de otros sectores industriales, aunque en términos relativos la incidencia del primero sigue siendo muy superior a la del resto de los sectores de la industria.

La información de abril, aunque aún insuficiente por tratarse solo de un mes, aumenta la posibilidad de que se concrete el riesgo de que el consumo crezca a una tasa superior a la prevista. Este riesgo es, en todo caso, matizado por la revisión de los datos que está realizando el INE. En contraposición, aunque aún sin efectos visibles en la actividad, se ha hecho más presente el riesgo de que el aumento en el costo de la energía pueda afectar el crecimiento, en particular dada la intensificación de los cortes de gas natural argentino.

Los datos del mercado laboral de abril mostraron un aumento importante del crecimiento anual del empleo y un descenso relevante de la tasa de desempleo nacional. En el primer caso, la variación anual del empleo total se ubicó en 3,3% (2,9% el mes anterior), con un empleo asalariado que sigue creciendo a tasas algo inferiores a 5% anual. La tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, disminuyó a 6,8% (-0,3 punto porcentual respecto del mes previo).

Los datos de abril siguen apuntando a presiones inflacionarias relativamente acotadas por el lado de los costos laborales. El incremento anual del Costo de la Mano de Obra (CMO), a diferencia de los meses previos, descendió (4,9%, -0,2 punto porcentual) respecto del mes anterior. No obstante, su velocidad de expansión volvió a aumentar. El crecimiento anual del Índice de Remuneraciones (IREM) continúa por encima del observado para el CMO, manteniéndose en 6,6% anual. El incremento anual del indicador de remuneraciones de la Asociación Chilena de Seguridad continuó con la trayectoria descendente que registra desde el segundo trimestre del 2006, ubicándose en 5,4% nominal anual. La variación anual de las diferentes medidas de Costos Laborales Unitarios (CLU) presentó movimientos mixtos, ubicándose en un rango entre 1 y 3%. Las velocidades de expansión de todas las medidas continúan aumentando, situación que se observa a partir de febrero y que alcanza esta vez valores positivos.

En mayo, la inflación IPC aumentó 0,6% (2,9% anual), mientras el IPCX1 e IPCX1 subieron 0,4% (2,9 y 3,1% anual, respectivamente). En el aumento del IPC destacó el incremento en el precio de algunos alimentos (en especial la leche), de algunos bienes relacionados con el rubro salud y de los combustibles que acumularon una incidencia cercana a 0,6 punto porcentual en conjunto. La velocidad de expansión del IPCX1 volvió a aumentar, llegando a 3,2% en el trimestre móvil marzo-mayo, a la vez que la totalidad de las medidas de tendencia inflacionaria aumentaron su crecimiento anual

con respecto al mes anterior, luego de varios meses en que se apreciaron movimientos mixtos. Las medidas de tendencia inflacionaria cuyo nivel es informativo se ubican en su mayoría levemente por sobre 3% anual.

## 1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió acerca del alza que habían mostrado las tasas de interés en los mercados desarrollados en las semanas previas a la reunión. Se señaló que parecía ser un aumento de una magnitud inusual considerando el corto período de tiempo en que se había dado. Se agregó que el incremento no era esperado y que, de persistir, podría ser indicativo del término de un período de tasas de interés excepcionalmente bajas en el mundo, tendencia de la que la economía chilena, no podía desacoplarse totalmente. Se mencionó que algunas de las evaluaciones que el mercado hacía apuntaban a que parte de los aumentos más recientes no respondían necesariamente a noticias de actividad o inflación, sino más bien a una reevaluación del nivel de las tasas, lo que era coherente con el mencionado término del período de bajas tasas. Se indicó también que el aumento de tasas, especialmente en Europa, podía deberse al cierre de la brecha ahorro-inversión, aunque era un argumento debatible dada la rapidez con que se había dado el incremento. Se agregó que ahora se percibía un escenario de menores riesgos, en especial respecto de una recesión en EE.UU.

Se analizó el impacto de los recortes de gas natural argentino sobre la actividad económica. Se indicó que, a diferencia de lo ocurrido en años anteriores, las empresas habían desarrollado mecanismos para cubrir los posibles cortes de suministro, por lo que el impacto directo sobre la actividad debiera ser menor que en ocasiones anteriores. Se agregó que, no obstante, esto tendría un impacto en mayores costos fuentes energéticas alternativas y ello se vería reflejado, por ejemplo, en la revisión de las tarifas de generación eléctrica.

Se discutió acerca de la aceleración que estaría mostrando el crecimiento anual de la demanda interna. Se mencionó que este era incluso superior al que mostraba la actividad y de órdenes de magnitud que eran significativos. Se indicó que la composición de este dinamismo no era trivial, por cuanto, por ahora, parecía estar más afectado por el incremento de la formación bruta de capital fijo que por el consumo. En todo caso, se señaló que se debía monitorear con cuidado sus posibles efectos sobre la cuenta corriente.

## 2. Opciones

Con los antecedentes disponibles, el Consejo consideró que las opciones más plausibles eran mantener la TPM o aumentarla en 25pb.

Se podía justificar un alza de la TPM considerando que las principales novedades del mes motivaban una revisión al alza de la inflación proyectada para el corto plazo —esto es, en los próximos seis meses— y a la vez apuntaban a que el panorama de inflación de mediano plazo será probablemente más alto que el considerado en el escenario base del IPoM. En ello se conjugaban: (i) la persistencia y profundización de los principales *shocks* de precios específicos identificados en los últimos meses, con posibles efectos de

segunda vuelta; y (ii) un cierre de las holguras de capacidad remanentes más rápido que el proyectado, lo que implicaría presiones de precios mayores. En este cuadro, el impulso monetario que subsiste no sería necesario e incluso, de persistir por un tiempo prolongado, podría arriesgar que la inflación se ubicara por encima de 3% en el horizonte de política o, alternativamente, que a futuro se requiera de ajustes más profundos en la TPM.

En particular, el precio de los combustibles seguía alto y había antecedentes que hacían pensar que la normalización esperada podía ser menos intensa que la prevista en el IPoM. Asimismo, existía un conjunto de precios de alimentos cuya tasa de incremento ha aumentado en el curso del año. En cuanto a la brecha de capacidad, se apreciaba un fuerte dinamismo de la actividad, situación generalizada entre sectores, a la vez que podría estar materializándose el riesgo de un mayor consumo identificado en el IPoM. A ello se suman los anuncios recientes sobre política fiscal, que implicarían, si todo lo demás sigue constante, un mayor impulso sobre la demanda interna durante este año y, especialmente, el próximo. El mencionado dinamismo de la actividad, la tasa de desempleo y el aumento de las distintas medidas de la tendencia inflacionaria apuntaban a que las holguras eran reducidas y que era probable que se estuviera configurando un escenario de mayores presiones inflacionarias que las implícitas en el último IPoM.

Las novedades comentadas no habían pasado desapercibidas para el mercado, que había ajustado de manera relevante las tasas de interés a distintos plazos y las perspectivas para la TPM en los próximos meses.

La principal justificación para mantener la TPM en esta reunión era que el cuadro de mayor inflación respecto del IPoM era en gran medida el reflejo de noticias y datos de un solo mes. Esto implica que, dada la posibilidad limitada de extraer tendencias a partir de pocas observaciones, existía el riesgo de que estas novedades se diluyeran o se revirtieran.

Adicionalmente, dada la reacción que habían tenido las tasas de interés de mercado de mediano y largo plazo, no parecía tan urgente un aumento de la TPM. En efecto, las distintas medidas de expectativas de inflación se mantenían en torno a 3%, con supuestos de que un alza de la TPM no se materializaría en lo más inmediato (aunque sí en los meses subsiguientes). Asimismo, el aumento de las tasas de mercado ayudaba a limitar la expansión de la demanda interna. Incluso se podía argumentar que, frente a la posibilidad de algún grado de sobre-reacción en la estructura de tasas de interés, era más adecuado posponer un aumento de la TPM, de manera de no exacerbar dicho movimiento. En un cuadro en que las expectativas para la reunión eran mayoritariamente de mantención de la TPM, un aumento de la misma podría dar cuenta de una preocupación excesiva respecto del panorama de inflación y exacerbar el ajuste de las tasas.

## 3. Decisión de política monetaria

Varios Consejeros destacaron que el escenario externo relevante para la economía chilena presentaba diferencias significativas respecto del considerado un mes atrás. En lo positivo, destacaba la menor probabilidad de que la economía de EE.UU. cayera en

recesión, a la vez que se apreciaba un fortalecimiento de la demanda interna en los principales mercados internacionales.

En lo negativo, y que se consideró como la mayor novedad, estaba el fuerte e inesperado aumento de las tasa de interés de largo plazo en las principales economías. Para un Consejero esto parecía responder al vigor del crecimiento global, a las mejores perspectivas para la economía estadounidense y a una preocupación no disipada por la inflación. Para otro Consejero, aún era prematuro desentrañar si el cambio en las tasas de largo plazo era consecuencia de un fenómeno transitorio, por ejemplo un *sell-off*, o se trataba de un cambio más persistente. En este último evento, los actuales precios financieros estarían relacionados a alzas en las tasas de política de las principales economías del mundo esperadas para el curso de este año. A su juicio, aunque la economía chilena es más resistente a los eventos externos que en el pasado, no puede ni debe desentenderse de esa evolución de las tasas externas.

Varios Consejeros consideraron también como significativo, aunque con menor importancia que lo anterior, que el precio internacional de alimentos relevantes para los precios internos de Chile ha continuado aumentando y que el precio del petróleo, corregidos efectos puntuales sobre el WTI, sería superior al que se percibía. Según un Consejero, ello explicaría una parte de las sorpresas observadas en los últimos registros de inflación IPC y en las medidas subyacentes. En todo caso, al parecer de otro Consejero en estos eventos lo importante sería la trayectoria de corto plazo de estos precios ya que no hay indicios de que los principales precios internacionales, a fines del horizonte de proyección relevante, serían distintos que los contemplados en el escenario base. Otro Consejero indicó que se preveía una normalización de los precios de los combustibles refinados más gradual que lo estimado previamente, lo que tendría consecuencias sobre la inflación interna.

Respecto del escenario interno, algunos Consejeros destacaron la importante alza de las tasas de interés de mediano y largo plazo que parece responder a varios factores, los que incluyen el aumento de sus referentes externas, la evolución interna de la actividad e inflación y los anuncios del 21 de mayo. Sin embargo, mencionaron que era difícil precisar la importancia relativa de cada uno de ellos.

Todos los Consejeros coincidieron en señalar que los antecedentes disponibles en materia de demanda interna y de actividad apuntaban en la dirección de un dinamismo mayor y por sobre lo previsto. Algunos Consejeros indicaron que había aumentado el riesgo de una aceleración de la demanda interna y, en particular, del consumo privado. Un Consejero, destacó que los anuncios recientes en la parte fiscal anticipan un impulso fiscal para este año y el próximo que será algo mayor que el anteriormente proyectado, aunque aun subsisten grados importantes de incertidumbre al respecto. Se agregó que, en contraste, también estaba presente el riesgo de eventuales restricciones en el abastecimiento de energía eléctrica, la intensificación de los recortes de gas natural y de otros *shocks* que pueden afectar a la actividad real y, en particular, a la producción industrial. Lo anterior, además del aumento reciente en las tasas de interés de largo plazo, podría terminar ejerciendo un efecto contractivo en la demanda interna.

De acuerdo con varios Consejeros el panorama para la inflación ha cambiado de forma importante. Según algunos Consejeros los mayores precios internacionales, un aparente realineamiento del precio interno de bienes ligados al rubro salud, y los precios de alimentos y combustibles parecen estar disipando el evento que se preveía de inflación anual cercana a 2% en el corto plazo. Esto ha implicado que las proyecciones de inflación de corto plazo, aunque permanecen en niveles moderados, se han ajustado hacia arriba e incorporan un cierto sesgo al alza. Un Consejero indicó que estos factores, más un cierre más rápido de las holguras y los anuncios de flexibilización de la regla fiscal, podrían afectar de manera relevante la inflación del IPC hacia fines de este año.

Algunos Consejeros notaron que, como resultado de todo lo anterior, el mercado ha modificado sus expectativas sobre el curso futuro de la tasa de política monetaria esperando hoy día entre 2 y 3 alzas de 25 puntos base en lo que resta de este año. Para algunos Consejeros esto ya había introducido un factor de ajuste a las condiciones de liquidez de la economía y dejaría espacio para no modificar el nivel de la TPM en esta oportunidad. Además, un alza de la TPM en esta oportunidad podría tener una lectura equivocada por parte del mercado, en circunstancias que éste espera mayoritariamente que no se produzca una modificación. También un alza podría dar cuenta de un exceso de activismo por parte del Banco Central y exacerbar la volatilidad de las tasas de mediano y largo plazo.

Varios Consejeros indicaron que resulta aconsejable confirmar las tendencias de actividad, gasto e inflación antes de introducir un ajuste en la TPM. Uno de ellos, indicó que al mirar los determinantes fundamentales de presiones de costos persistentes no había todavía evidencia definitiva que estos estén aumentando. En particular, los costos laborales se mantienen creciendo a un ritmo acotado y no dan cuenta de las desviaciones que se han observado en los registros de inflación. Pero también notó que la evidencia respecto de márgenes es menos concluyente y el hecho que el grueso del aumento de la inflación haya sido por productos específicos, no era razón suficiente para no tomar acciones, en especial por los efectos de segunda vuelta que se puedan materializar.

Varios Consejeros estimaron que la información acumulada apuntaba, inambiguamente, a que un eventual próximo movimiento de la TPM debiera ser al alza con el propósito de cumplir con el objetivo inflacionario, adelantando la normalización de la política monetaria. Un Consejero indicó que la aplicación simple de una regla de política monetaria —principio de Taylor— llevaría a que, de confirmarse la evolución prevista de la inflación, se requeriría de un ajuste de la TPM en el corto plazo.

#### 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%.