

# Reunión de Política Monetaria

MAYO 2006

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

### Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 92 celebrada el 11 de mayo de 2006

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 señor Ministro de Hacienda, don Andrés Velasco Brañes.

Asisten también: Gerente General Interino, don Leonardo Hernández Tagle; Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga; Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo; Gerente de Asuntos Institucionales, doña Claudia Varela Lertora; Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes; Jefe Departamento Modelos y Proyecciones, don Claudio Soto Gamboa; Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; y el Secretario General, don Jorge Court Larenas.

### 1. Antecedentes

#### 1.1 Presentación de los antecedentes

En esta ocasión, los antecedentes presentados corresponden al Informe de Política Monetaria de mayo.

Adicionalmente se consideró que con la excepción del sorprendente aumento del precio del cobre, el desempeño macroeconómico se mantiene en línea con lo analizado en la última reunión. En efecto, el precio del cobre ha seguido aumentando muy por encima de lo proyectado, ubicándose sobre US\$ 3,5 por libra en lo más

reciente. Se prevé que los términos de intercambio, en vez de disminuir 4,4% durante este año (escenario IPoM de enero), aumentarán más de 12%. El panorama de crecimiento mundial se mantiene muy favorable.

En el país, la información disponible continúa validando que el crecimiento del PIB en 2006.I, será más débil que en trimestres anteriores, en torno a su tendencia y con una disminución de su velocidad de expansión. Se espera que esta desaceleración se revierta en 2006.II, aunque el crecimiento anual continuaría moderado durante este trimestre. Las últimas cifras muestran que la demanda interna continúa en un proceso de desaceleración, desde los elevados niveles alcanzados a fines del año pasado.

En el mercado laboral, ha seguido el dinamismo del empleo identificado en los últimos meses y que se corrobora en distintas fuentes. La mayor participación laboral, sin embargo, mantiene un leve aumento en el desempleo desestacionalizado. La tasa de crecimiento anual de los costos laborales unitarios continúa incrementándose, pero con una velocidad decreciente y bastante volátil y salarios cuyo crecimiento anual sigue disminuyendo. En lo fundamental, son las caídas de las medidas de productividad las que explican el aumento de los CLU.

La expansividad de las condiciones financieras se ha atenuado en el margen por el aumento de las tasas de interés de mediano y largo plazo, que ha sido más marcado para los instrumentos reajustables. La paridad peso/dólar está en niveles similares a los de la última reunión, pero en términos multilaterales el peso ha tenido una depreciación cercana a 2%.

La inflación del IPC se ubicó en marzo algo por encima de lo esperado el mes anterior, fundamentalmente por la incidencia de ítems específicos como las contribuciones de bienes raíces. El IPCX1, en cambio, se ha mantenido en línea con las proyecciones.

#### 1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se destacó la gran incertidumbre que rodea las proyecciones para el precio del cobre, con parte del mercado que apunta a precios que caerán rápidamente y otra a precios aún mayores que los actuales. Se mencionó que, aparentemente, no existe una relación clara entre el nivel actual de precios y sus fundamentos de mediano y largo plazo.

Se mencionó la aparente divergencia que estaría mostrando la trayectoria del premio soberano chileno con la de otras economías similares. Se indicó que, aunque no existe una visión exacta al respecto, existen algunos aspectos destacables. Primero,

se señaló que las economías que anotaban los mayores descensos en sus premios soberanos eran aquellas con bajo grado de inversión, lo que podría indicar la búsqueda de retornos más altos por parte de los inversionistas. Segundo, se mencionó que las economías con clasificaciones de riesgo similar a la chilena no mostraban movimientos de sus premios soberanos muy distintos del chileno.

Se analizó acerca de la evolución reciente de la actividad y, en particular, la desaceleración que esta habría tenido en el primer trimestre del año. Se adujo que la caída en la velocidad de expansión del PIB sería transitoria y que, de hecho, los antecedentes disponibles del segundo trimestre así lo indicarían. Se señaló que la minería y la agricultura habrían sido los sectores que mostraron los desempeños menos favorables, aunque atribuidos a factores específicos.

Se discutió acerca del efecto que puede tener el cambio muestra que el INE está realizando en la encuesta de empleo nacional sobre la comparabilidad de las cifras del mercado laboral. Se mencionó que, por ahora, no es posible saber con exactitud el impacto que esto tendrá sobre las estadísticas de ocupación y desocupación, por lo que debe esperarse que se complete el cambio de la muestra, lo que sucedería a mediados de año.

Se discutió si la forma de medir los CLU es adecuada o no, formulándose diversas críticas a la metodología actual y maneras alternativas de analizar el tema.

## 2. Opciones

---

El Consejo consideró que con los antecedentes disponibles, las opciones que parecían plausibles para esta reunión eran mantener la TPM o aumentarla en 25 puntos base.

Se consideró que, de acuerdo con el escenario central delineado, para mantener la inflación en torno a 3% era necesario continuar aumentando pausadamente la tasa de interés, y así reducir el sesgo expansivo que aún mantenía la política monetaria. Esto podía implementarse aumentando la TPM tanto en esta reunión como en las siguientes.

Se podía justificar la mantención de la tasa en esta oportunidad considerando que, el escenario central permitía varias pausas durante este año, sin comprometer la alineación de la inflación proyectada con el centro del rango meta. Aunque la evaluación de algunos riesgos podría respaldar la idea de adelantar ajustes, el escenario central no requería de una gran velocidad de ajuste. Este escenario reflejaba

que las alzas de la TPM de los últimos trimestres habían atenuado la expansividad de la política monetaria, y que la demanda interna se estaba desacelerando de manera relativamente ordenada.

Existían otras razones que justificaban la mantención de la TPM a partir de la información acumulada desde la última RPM. En efecto, se reafirmaba el escenario de crecimiento moderado para la primera mitad de este año y la tendencia inflacionaria, medida por el IPCX1 y otros indicadores, así como por las expectativas de inflación, que se comportaban de manera apropiada. Además, desde el punto de vista de los costos, la persistencia que mostraba el tipo de cambio en niveles más apreciados reducía las presiones de precios en el corto plazo. Por su parte, era probable que el aumento de los CLU fuera transitorio —lo que se validaba en las medidas de velocidad, que disminuían—, y obedeciera más bien a la volatilidad de la medida de productividad. A esto se sumaba el alza de las tasas de interés de mediano y largo plazo durante las últimas semanas, que atenuaba en algo la expansividad de las condiciones financieras.

La opción de aumentar la TPM en esta oportunidad se podría haber justificado si se hubiera evaluado que la combinación de escenarios alternativos que se enfrentaban, junto al sesgo expansivo que mantenía la política monetaria, implicaba que adelantar la decisión reducía los riesgos de tener que realizar ajustes abruptos a futuro. Entre otros factores, apoyaban esta evaluación, los riesgos de que el mayor precio del cobre generaría un crecimiento excesivo de la demanda interna, de que las condiciones crediticias empujaran el gasto más allá de lo contemplado en las proyecciones, y de que el mayor precio del petróleo, o las posibilidades de que no disminuyera como se había presupuestado, impulsaran una mayor inflación o un comportamiento menos benigno de las expectativas. Sin embargo, también había riesgos en el sentido contrario. Por ejemplo, una caída sustancial del precio del cobre luego de alzas recientes ocurridas sin una contrapartida evidente en los fundamentos, o que la apreciación del peso fuese más persistente de lo que suponía el escenario base. Adicionalmente, se estimaba que ninguno de estos riesgos parecía apremiante, en el sentido de que había tiempo para verificar como se desenvuelven para evaluar acciones de política.

Finalmente, desde el punto de vista de la implementación de la estrategia de política monetaria, a favor de la opción de mantener la tasa estaba el hecho de que en la decisión de la reunión anterior se comunicó que se continuaba con una trayectoria de ajustes graduales de la TPM. Ante un cuadro en que, aparte del precio del cobre, no había grandes novedades, un alza podría dar cuenta de que el Consejo estaba cambiando su evaluación respecto de la marcha de la economía. Más aún, la expectativa mayoritaria para esta reunión era de mantención.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Los Consejeros coincidieron en que no hay cambios importantes en el escenario macroeconómico y que este sigue siendo favorable. También destacaron que la noticia más relevante era la excepcional alza que ha experimentado el precio del cobre, puntualizando un Consejero que esta alza en el precio del cobre no debería tener repercusión importante este año, pues no tiene impacto fiscal, de modo que no habría cambios en el escenario central para la evolución del gasto, del producto y de la inflación.

Algunos Consejeros destacaron que el entorno externo continúa muy favorable, con una economía mundial que sigue mostrando un gran dinamismo en forma cada vez más generalizada y condiciones financieras que se mantienen auspiciosas, a pesar del avance en la normalización de la política monetaria en las principales economías industriales. Un Consejero destacó que cualquiera sea el escenario de los términos de intercambio en el mediano plazo en un horizonte más acotado, éstos serán significativamente mejores que los anticipados en el último IPOM. A su juicio, esto implica holguras que permitirían un mayor desacoplamiento entre las tasas de interés internas y las internacionales.

Varios Consejeros coincidieron en que, de acuerdo con lo esperado, la demanda ha moderado su crecimiento, y que el crecimiento de la actividad se aproxima hacia valores de tendencia. Algunos Consejeros señalaron que el empleo sigue mostrando un importante dinamismo, y algunos destacaron que, aunque las condiciones financieras continúan siendo expansivas, su expansividad se ha atenuado en el margen por el aumento en las tasas de interés de mediano y largo plazo, especialmente para los instrumentos reajustables.

Varios Consejeros destacaron que la inflación anual del IPC sigue afectada por los altos precios de los combustibles, y últimamente por el aumento de las contribuciones a los bienes raíces, mientras que la inflación del IPCX1 sigue en línea con las proyecciones previas. Además, las distintas medidas de expectativas de inflación se mantienen ancladas en torno a 3% anual.

Un Consejero señaló que los costos laborales unitarios se expanden a tasas algo elevadas, superiores a las observadas en el pasado, lo que resulta consistente con la evolución del mercado laboral. Por lo mismo, señaló que se debe prestar especial atención a la evolución de esta variable y de la productividad.

Los Consejeros coincidieron en que no existen antecedentes que indiquen que habrá presiones inflacionarias adicionales, que hagan necesario anticiparse con un ajuste

de la política monetaria. Por lo tanto, la estrategia de gradual normalización de la política monetaria se confirma como la más adecuada y corresponde proseguir con su implementación.

En este contexto, todos los Consejeros coincidieron en que después de haber subido la tasa la reunión pasada, lo oportuno es realizar una pausa en esta oportunidad. Algunos Consejeros destacaron que esta pausa es coherente con el supuesto implícito en el escenario central de proyecciones del IPOM, donde la política monetaria tiene que seguir su curso de normalización para que la inflación proyectada en un horizonte de 12 a 24 meses converja al centro del rango meta. Varios Consejeros destacaron, además, que una pausa era ampliamente esperada por el mercado.

Varios Consejeros hicieron referencia a los riesgos respecto de los cuales se debe estar atento. Un Consejero destacó que existe la posibilidad de que las favorables condiciones externas y el elevado precio del cobre impulsen la demanda interna por encima de lo previsto. Sin embargo, es prematuro hacer juicios acerca de este tipo de escenarios y es recomendable esperar, para disponer de mayor información acerca de estos escenarios alternativos. Otro Consejero señaló como factores de riesgo la evolución del precio del petróleo, que se podría mantener en un alto nivel, incluso superior al actual, por un tiempo más prolongado que el proyectado inicialmente y seguir exhibiendo una alta volatilidad. Otro Consejero precisó que dada la evolución que ha experimentado el precio del cobre, los escenarios posibles presentan un rango significativamente más amplio que lo habitual. Esto es particularmente válido para efectos del precio de referencia del cobre que se utilizará en la próxima Ley de Presupuestos, la que estará vigente de principio a fin durante el horizonte habitual de política.

### 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%.