

# Reunión de Política Monetaria

ENERO 2006

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

## Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 87 celebrada el 12 de enero de 2006

Asisten el Presidente don Vittorio Corbo Lioi, el Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, Manuel Marfán Lewis y Enrique Marshall Rivera.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Asisten también: Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldivar; Gerente General Interino, don Leonardo Hernández Tagle; 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 Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo; Asesora del Ministerio de Hacienda, doña Bernardita Piedrabuena Keymer; Jefe Departamento Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes; Economista Senior Gerencia de Investigación Económica; don Claudio Soto Gamboa; y 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 enero.

Adicionalmente, se destacó que las principales novedades desde la última RPM indican que el panorama externo se mantiene muy favorable, no obstante el incremento reciente del precio del petróleo. Persiste un elevado precio del cobre, las proyecciones de crecimiento de la actividad mundial muestran un escenario robusto y las condiciones financieras para países emergentes siguen siendo convenientes.

En el país, luego de algunos meses en que la actividad tuvo una desaceleración, los datos más recientes apuntan que este fenómeno habría tenido un importante componente transitorio. Aunque la tasa anual de generación de empleos volvió a disminuir, ello se explica por el comportamiento de la ocupación por cuenta propia, mientras el empleo asalariado sigue creciendo con fuerza. La tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios sigue aumentando, reflejando tanto el efecto de la mayor inflación de los últimos meses como el de una menor expansión de la productividad.

Las condiciones financieras en Chile se mantienen considerablemente expansivas. De hecho, la ya alta tasa de crecimiento del crédito continúa aumentando mientras el crecimiento de los agregados monetarios ha vuelto a repuntar, en especial el del M1A. Luego de la significativa apreciación de noviembre, el peso ha mostrado una cierta depreciación respecto del dólar. Aun así, el tipo de cambio real continúa por debajo de varias estimaciones de largo plazo coherentes con términos de intercambio normales.

La inflación del IPC y la de las medidas subyacentes IPCX e IPCX1 fueron similares a lo proyectado hace un mes. La tendencia inflacionaria y las expectativas de inflación a plazos más largos están en línea con el centro del rango meta.

### 1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se señaló que uno de los riesgos negativos del escenario internacional sigue ligado a los efectos del alto precio del petróleo y la eventualidad de nuevas alzas en su precio. Se indicó también que ahora pareciera haber un menor impacto posible sobre la actividad y la inflación por este elemento. Además, se mencionó que el riesgo de un ajuste abrupto en las cuentas externas de Estados Unidos ha disminuido. Se señaló además que los posibles efectos derivados del panorama político en América Latina serían menores que los que en un principio se han mencionado. Esto, por cuanto los canales a través de los cuales puede afectar no son muy claros: el comercio chileno está concentrado fuera de América Latina; el turismo no es muy importante; y tampoco los flujos financieros. Se mencionó que tal vez lo único importante sería un contagio financiero fuerte, aunque la probabilidad de que esto ocurra en las economías más grandes de la región se aprecia baja.

Se discutió respecto de la contribución que la demanda interna está haciendo al crecimiento del PIB, tomando en consideración que en el 2005 una fracción significativa del gasto interno se orientó a bienes importados, en especial de consumo durable y de capital. Se mencionó que coyunturalmente es posible que el crecimiento del consumo de bienes importados haya influido negativamente en las compras de bienes de consumo habitual de origen nacional, lo que podría haber

sido especialmente importante en el tercer trimestre. En todo caso, se indicó que la información más reciente ya señala que tanto las compras de maquinaria y equipo, como de bienes durables, están estables o cayendo, lo que apoya la idea de que su fuerte crecimiento tuvo un alto componente de ajuste a niveles deseados por una sola vez. Se hizo mención además que sin el crecimiento que se ha observado de la compras de bienes importados la economía no sería capaz de sostener sin presiones inflacionarias indeseadas tasas de crecimiento de la demanda interna como las anotadas el año pasado.

## 2. Opciones

---

Con los antecedentes disponibles para esta reunión, y al igual que el mes anterior, el Consejo estimó que las opciones más plausibles eran mantener la TPM en su nivel actual o aumentarla en 25pb.

Ambas opciones son coherentes con el escenario central de proyecciones del Informe de enero, el que incluye, como supuesto de trabajo, alzas pausadas de la TPM durante los próximos doce meses. Por ello, no parece haber un argumento categórico a favor de una u otra opción.

Al igual que el mes anterior, se puede argumentar a favor de aumentar la TPM considerando (i) que todavía está por debajo de niveles de tasas que se evalúan como neutrales; (ii) que la economía ya no requiere de un impulso importante y (iii) la conveniencia de realizar este ajuste de manera gradual. La evaluación actual de que las brechas de capacidad están en proceso de coparse, la tendencia inflacionaria se encuentra en torno a 3% y el crecimiento de los costos laborales unitarios continúa marchando hacia los niveles coherentes con la meta, apoyan la idea de que la economía no requiere de un estímulo especial.

En esta oportunidad, además, el argumento de llevar la política monetaria hacia la neutralidad ha cobrado algo más de importancia debido al robusto comportamiento reciente de los agregados monetarios y del crédito. A esto se agrega el riesgo de que una segunda pausa se entienda como un cambio significativo en la trayectoria de tasas, aplanando la curva de rendimiento.

Otro riesgo que podría justificar un aumento de la TPM es el nivel que ha alcanzado el precio del petróleo en los días recientes y, especialmente, la posibilidad de que no se materialice la disminución de precios supuesta en el escenario central de proyecciones.

A favor de la mantención se puede argumentar que el propio ritmo de ajustes previsto en el escenario central de proyecciones y por el propio mercado para los siguientes meses supone algunas pausas consecutivas. Una pausa en esta reunión, por lo tanto, no implica ajustes futuros más rápidos ni eleva la inflación proyectada por sobre el centro del rango meta.

Cabe mencionar que el cambio de ritmo de ajustes desde cinco alzas seguidas de dos pausas puede ser difícil de explicar, e incluso podría entenderse como una sobrerreacción del BCCh a noticias transitorias, cuando el escenario macroeconómico parece no tener mayores modificaciones. Se debe recordar, sin embargo, que el incremento de las expectativas de inflación durante parte del segundo semestre del año pasado hizo recomendable una disminución más rápida del impulso monetario. Ello precisamente posibilita ajustes más graduales hoy.

Mantener la tasa también permite esperar a tener más información, de manera de corroborar que la desaceleración económica del tercer trimestre y de octubre fue efectivamente transitoria. Hasta ahora se tiene solo un mes de datos coherentes con este diagnóstico de repunte. La solidez del gasto interno, por su parte, se ha orientado básicamente a mayores importaciones de bienes durables y maquinaria y equipos, por lo que no ha tensionado la capacidad productiva.

Finalmente, si bien el tipo de cambio ha mostrado una depreciación marginal en los últimos días, se mantiene por debajo de los valores supuestos para las proyecciones. Ello abre la posibilidad de que la fortaleza del peso sea más persistente y el riesgo de que las presiones inflacionarias sean algo menores que las consideradas en el escenario central. Además, en la medida en que se evalúe que el nivel que ha alcanzado el tipo de cambio puede reflejar algún grado de sobrerreacción, y esta tiene consecuencias negativas para la economía, existiría otra justificación para mantener la TPM en esta oportunidad.

Para esta reunión las expectativas del mercado están inusualmente divididas, aunque se inclinan algo más a un alza que a una mantención. Ello implica que cualquiera sea la decisión, ésta debería tener algún efecto en los precios financieros, situación que se podría moderar a través de una redacción del comunicado más explícita.

## 3. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros señalaron que las condiciones externas que enfrenta la economía siguen siendo muy favorables y que los riesgos de inflación en los países industrializados permanecen acotados. Algunos destacaron que se ha reducido

la probabilidad de un ajuste brusco en los Estados Unidos de América y que las expectativas muestran que el ciclo de alzas de tasas que en esa economía está llegando a su fin. No obstante, habría evidencia de que el ciclo de normalización de la política monetaria en la zona euro tiene que continuar y que Japón estaría más próximo a comenzar a abandonar su política de tasa de interés de política de cero. Varios Consejeros señalaron que una sombra importante en el escenario externo es el elevado precio del petróleo. En concreto, se señaló que la disminución de este precio, que se había previsto en el escenario central, podría no materializarse.

Los Consejeros coincidieron en que la actividad y el empleo han estado creciendo de manera saludable. Varios de ellos señalaron que la demanda interna sigue mostrando un sólido dinamismo, mientras que la actividad pareciera que está dejando atrás su inesperada desaceleración del tercer trimestre y comienzo del cuarto. Sin embargo, un Consejero señaló que si bien el escenario central considera esta inesperada desaceleración como transitoria, la evidencia que existe respecto de ello es aun circunstancial. Además, señaló que el dinamismo de la demanda interna ha tendido a concentrarse en la inversión en bienes de capital importados y en el consumo de bienes durables importados.

Varios Consejeros destacaron que la tasa de crecimiento de los costos laborales unitarios sigue aumentando, reflejando una aceleración en el crecimiento de las remuneraciones y una menor expansión de la productividad. Algunos señalaron que esta aceleración de los costos laborales unitarios estaría dentro de la trayectoria consistente con el logro de la meta inflacionaria.

Todos los Consejeros señalaron que las noticias inflacionarias son favorables. Se señaló que probablemente durante algún tiempo la inflación anual superará la parte superior del rango meta, pero en una magnitud muy pequeña y por un período más breve que el que se estimaba hace un tiempo. La inflación subyacente, por su parte, sigue convergiendo al centro del rango meta a un ritmo moderado y las expectativas permanecen bien ancladas.

Algunos Consejeros destacaron que el tipo de cambio continúa apreciado, tanto en términos nominales como reales. Un Consejero puntualizó que su nivel actual estaría por debajo de sus fundamentales de largo plazo. Sin embargo, otro Consejero señaló que, dadas las buenas condiciones internacionales, no se puede descartar que la depreciación moderada del tipo de cambio, que se espera en el escenario base, no ocurra.

Se reafirmó que las condiciones financieras hoy día son expansivas, lo cual se evidenciaría en el fuerte crecimiento que muestran las ventas de viviendas en los últimos meses, en que los agregados financieros vuelven a retomar un alto

dinamismo y en que las tasas de interés revierten parte del incremento observado en los meses de incremento temporal de inflación. Se señaló que en el escenario base, que incluye tasas de crecimiento de la actividad que sobrepasan la tasa de crecimiento de tendencia y las holguras de capacidad continúan reduciéndose, el impulso monetario debería continuar reduciéndose gradualmente para así mantener la inflación en torno del rango meta en el horizonte habitual de proyecciones. En este contexto, varios consejeros indicaron que las opciones tanto de mantener como de subir la tasa en 25pb son concordantes con esta política de gradual normalización de las condiciones monetarias y financieras.

Algunos Consejeros señalaron que el riesgo de mantener la TPM en esta reunión sería un eventual aplanamiento de la estructura de tasas, en caso que el mercado interpretara una segunda pausa como una modificación más profunda en el ritmo de aumento de tasas hacia futuro. En este escenario se podría dar que tanto los efectos de segunda vuelta por los shocks del petróleo como las presiones sobre los precios del cierre de holguras de capacidad empiecen a repercutir sobre la inflación antes de lo esperado. Se señaló que si este fuese el caso la política monetaria tendría que reaccionar con mayor intensidad en los próximos meses. Algunos Consejeros señalaron, sin embargo, que este riesgo parece poco probable.

Por otro lado, algunos Consejeros señalaron que si se sube la TPM se corre el riesgo de afectar innecesariamente el normal desarrollo del ciclo por el que atraviesa la economía. En particular, se corre el riesgo de que al subir la TPM las presiones inflacionarias cedan aun más y la inflación se desvie por debajo del objetivo central del 3%. En consecuencia, la mantención de la tasa de política monetaria sería más coherente con el objetivo de cumplir con la meta de inflación en el horizonte de doce a veinticuatro meses. Un Consejero señaló, además, que un aumento de la TPM podría aumentar la brecha cambiaria actual.

Considerando que la normalización del impulso monetario es compatible con distintas secuencias de ajustes de tasas a lo largo del año, varios Consejeros señalaron que en el escenario actual es más fácil y tiene menores costos corregir un error de política en caso de mantener la TPM que en caso de aumentarla. Un Consejero señaló, además, que una pausa permitiría acumular nuevos antecedentes para así poder confirmar que la desaceleración del tercer trimestre y comienzos del cuarto fue sólo transitoria, y para reevaluar el comportamiento de la dinámica inflacionaria.

Un Consejero discrepó de lo anterior y señaló que los riesgos de la opción de mantener la tasa de política monetaria son mayores que los de la opción alternativa, debido a que se han afianzado las favorables condiciones tanto externas como internas y la expansividad monetaria sigue siendo considerable. Las ventas de viviendas siguen mostrando un elevado dinamismo y existen riesgos de que la disminución prevista

del precio del petróleo no se materialice. En este contexto, el pasar de cinco alzas consecutivas a dos pausas seguidas no es fácil de explicar, pudiéndose entender equivocadamente como un cambio de objetivos de parte del Banco Central y una reacción a noticias transitorias. Indicó, que las expectativas respecto de que se mantendrá la inflación en torno a la meta dependen críticamente de la trayectoria futura de la tasa de política monetaria. En su conjunto, estos antecedentes lo llevaron a estimar que una pausa en esta ocasión no sería la decisión ideal.

Finalmente, varios Consejeros enfatizaron que la estrategia de reducción pausada del estímulo monetario sigue vigente. Algunos precisaron que el ritmo de normalización de la política monetaria debería implicar alzas en la TPM durante el año 2006 y el año 2007, coherentes con la trayectoria de tasas implícita en los precios de los activos financieros. Otro Consejero señaló que la oportunidad de las pausas, así como la velocidad de reducción de la expansividad de la política monetaria es algo que se debe ir viendo cada mes acorde con el juicio del Consejo.

#### **4. Acuerdo**

---

El Consejo acordó mantener la tasa de interés de política monetaria en 4,5%. Por esta decisión se inclinaron el Presidente señor Corbo, el Vicepresidente señor De Gregorio, y los Consejeros señores Marshall y Marfán. El Consejero señor Desormeaux optó por la opción de subir la tasa de interés de política hasta 4,75%.