

# Reunión de Política Monetaria

**AGOSTO 2005**

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLITICA MONETARIA

### Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 81 celebrada el 11 de agosto de 2005

Asisten el Presidente don Vittorio Corbo Lioi, el Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco, los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

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

Se encuentran presentes los señores Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali; Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; Gerente de División Política Financiera, don Luis Óscar Herrera Barriga; Gerente de División Internacional, don Esteban Jadresic Marinovic; Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva; Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; Gerente de Comunicaciones, don Eduardo Arriagada Cardini; Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, doña Bernardita Piedrabuena Keymer; Jefe del Departamento de Análisis de Coyuntura, don Enrique Orellana Cifuentes; Secretario General, don Jorge Court Larenas.

### 1. Antecedentes

---

#### 1.1 Presentación de los antecedentes

En esta ocasión los antecedentes revisados corresponden al material preparado para el *Informe de Política Monetaria* de septiembre.

Adicionalmente, se consideró que la información acumulada desde la última reunión muestra que los principales cambios identificados el mes pasado se han intensificado. En el lado externo los precios del petróleo y del cobre han

vuelto a sorprender, ubicándose bastante por encima de lo previsto. Además, en lo más coyuntural, hay varias señales coherentes con un fortalecimiento de la actividad mundial.

En el lado interno, la actividad continúa expandiéndose por encima del crecimiento del PIB de tendencia, lo cual consolida la evaluación de que las holguras se están cerrando a un ritmo más rápido que el previsto en proyecciones anteriores. Esto ocurre en un cuadro en que las condiciones monetarias siguen siendo marcadamente expansivas, la formación de capital fijo crece con intensidad y el empleo continúa expandiéndose a tasas elevadas.

La inflación efectiva del IPC nuevamente superó las proyecciones, llegando a 3,1% en doce meses, y la proyección de inflación anual del IPC para los próximos meses ha vuelto a aumentar, principalmente por efectos del mayor precio de los combustibles. El IPCX1 fue marginalmente mayor al proyectado en la reunión anterior. La inflación anualizada promedio de IPCX e IPCX1 de los últimos tres meses llegó a 4,8 y 2,8%, respectivamente. Otras medidas de la tendencia inflacionaria han seguido aumentando de manera gradual, y ya se ubican cerca de los niveles del 2001 y 2002, cuando la inflación IPC promedio fue de 3%.

#### 1.2 Análisis y comentarios de los antecedentes

Se indicó que en las últimas semanas los precios del cobre y del petróleo han alcanzado sus máximos históricos en términos nominales. Se señaló que aunque el incremento de ambos está asociado al dinamismo de la economía mundial, existen distintas respuestas en la producción de cada uno que harían caer los precios con mayor velocidad en el caso del cobre que en el del petróleo.

Se discutió respecto de si el nivel actual de las tasas de interés de los documentos del Banco Central está mayormente dominado por la evolución de las tasas de interés externas equivalentes o por las expectativas respecto de la TPM. Se indicó que en los últimos años se observa una relación estadísticamente significativa entre la tasa de interés nominal interna y externa para horizontes largos, cinco a diez años plazo. Para horizontes más cortos la relación es muy incierta y difícil de estimar. Se mencionó también que en el caso de los papeles en UF hay más elementos idiosincráticos en su

comportamiento, ya sea por la inflación esperada o por el tipo de agentes que actúan en el mercado, configurando efectos de tipo sesgo de mercado interno (*home-bias*).

En particular, se mencionó que en lo más reciente la diferencia en la trayectoria de la compensación inflacionaria (el diferencial entre el rendimiento nominal y en UF) a dos, cinco y diez años se puede deber a estos factores idiosincráticos. Esto por los cambios que se producen en los premios pagados por papeles nominales sobre aquellos en UF, dependiendo de cual sea la demanda relativa por ambos de parte de los inversionistas. Ello implicaría que el incremento reciente de la compensación inflacionaria a cinco años plazo no es necesariamente reflejo de un cambio en las expectativas de inflación, sino más bien de los movimientos en la demanda de este tipo de documentos. Se indicó que, en todo caso, la lectura de la compensación inflacionaria a distintos plazos es coherente con la meta de inflación.

Por el lado del tipo de cambio, se señaló que la apreciación del peso no puede asociarse a movimientos en el diferencial de tasas de interés interna y externa el que, de hecho, se ha movido en la dirección opuesta a la necesaria para explicar el movimiento de la paridad. Los movimientos del tipo de cambio serían, entonces, indicativos de cambios en los factores fundamentales de la economía, como los términos de intercambio, que en meses anteriores todavía no se habían reflejado cabalmente. A esto podrían agregarse caídas en los *spreads* en las economías emergentes incluido el caso de Chile. Se destacó también que muchas veces no existe una explicación clara para los movimientos de las paridades.

En todo caso, se consignó que el Consejo del Banco Central está atento a la evolución tanto del tipo de cambio real como de otros precios relativos importantes, y que, en la medida que los antecedentes disponibles, y su evaluación de ellos lo justifique, utilizará las herramientas de que dispone para intentar corregir eventuales desalineamientos significativos.

## 2. Opciones

---

En el análisis de opciones el Consejo consideró que, en esta ocasión, las opciones relevantes eran aumentar la tasa de política monetaria (TPM) en 25 puntos base o bien en 50 puntos base.

Se evaluó que la opción de mantener la TPM no era plausible, considerando que prácticamente todas las novedades apuntan hacia mayores presiones inflacionarias, lo que reafirma la necesidad de continuar normalizando la TPM.

Se consideró que se podría justificar un aumento de 50 puntos base como un adelantamiento de ajustes futuros, aminorando así el riesgo de que la inflación se ubique sobre 3% de manera persistente. Ello tendría validez si se considera que mantener la expansividad de la política monetaria por mucho tiempo, en un escenario de crecimiento fortalecido, hace más probable que se verifiquen efectos de segunda vuelta de los *shocks* de precios observados hasta ahora, o que el mismo proceso de copar las holguras imponga mayores presiones. Todo esto en un escenario en que las medidas de la tendencia inflacionaria ya no están muy alejadas de valores coherentes con la meta por lo que el espacio para absorber nuevos *shocks* es menor que en el pasado.

También se consideraron argumentos en contra de la opción de aumentar la TPM en 50 puntos base y, por lo tanto, a favor de un aumento de 25 puntos base. Primero, no se evaluó como una medida estrictamente necesaria para lograr coherencia con el escenario base de proyecciones, en el que aumentos más frecuentes de la TPM de 25 puntos base cada uno, parecen suficientes.

Segundo, aún existe bastante incertidumbre respecto de cuán persistente será el aumento reciente de la inflación subyacente IPCX1. El escenario base de proyecciones supone que este aumento se prolonga por los próximos meses, algo que se podrá verificar en el corto plazo y por tanto tomarse en cuenta en las próximas reuniones. La trayectoria que han seguido hasta ahora los costos laborales unitarios, que continúan disminuyendo en términos anuales, puede favorecer un escenario de menores presiones. Lo mismo puede decirse de la apreciación del tipo de cambio nominal y real, que ha sido significativa en el último par de semanas.

Tercero, un aumento mayor que 25 puntos base parece innecesario en momentos en que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo

parecen bien ancladas en 3%, con una expectativa mayor solo hacia fines de este año.

Por último, un aumento mayor que 25 puntos base sería mayoritariamente una sorpresa, algo alejado del escenario de normalización gradual que se ha intentado comunicar y que podría entenderse como reflejo de presiones inflacionarias sustanciales, sobre las cuales no hay evidencia.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Los Consejeros coincidieron en destacar el incremento mostrado por el precio del petróleo y del cobre que han alcanzado sus máximos históricos en términos nominales. Asimismo, la actividad mundial ha dado señales de que su expansión está lejos de debilitarse, a la vez que las condiciones macroeconómicas y financieras prevalecientes en el entorno internacional siguen siendo positivas para la economía chilena, con *spreads* soberanos que han alcanzado niveles mínimos y tasas de interés de largo plazo en las principales economías que han aumentado en los últimos días.

En el ámbito interno destacaron que la actividad continúa creciendo por sobre su tendencia y que continúa el cierre de brechas, gracias a la expansividad de las condiciones monetarias y crediticias y al ya mencionado favorable escenario externo. Esta expansión se materializa en un gran dinamismo de la inversión, aumentos en el empleo y una expansión del consumo privado, a pesar de los aumentos en los precios de los combustibles. Además, los volúmenes de exportaciones continúan mostrando una gran fortaleza.

Todos los Consejeros destacaron que la inflación del IPC se ha situado nuevamente por sobre lo esperado, como resultado principalmente de los aumentos en los precios de los combustibles, *shocks* negativos de oferta en algunos bienes perecederos y ajustes en algunas tarifas y precios regulados. Se indicó que estas sorpresas en el IPC se espera que sean transitorias y se disipen en el mediano plazo. La expectativa de efectos de segunda vuelta limitados se apoya además por la moderada disminución de los costos

laborales unitarios y expectativas ancladas con la meta de inflación del Banco.

Algunos Consejeros en todo caso mencionaron que las favorables perspectivas de inflación y la contención de posibles presiones inflacionarias dependen crucialmente de la credibilidad y el compromiso antinflacionario del Banco. Por ello, para mantener la credibilidad hay que actuar en forma coherente con ella, en este caso continuar con el proceso de retiro del estímulo monetario y así evitar que la inflación se eleve en forma más sostenida en el horizonte habitual de la política monetaria.

Respecto a la decisión concreta a adoptar, un Consejero apuntó que dado el dinamismo en la actividad y evolución de la inflación no se entendería una mantención de la TPM.

Varios Consejeros coincidieron en que un aumento de la TPM de 25 puntos base era plenamente coherente con el escenario base de proyecciones. Esta decisión también permitía ganar tiempo para determinar el grado de permanencia del reciente aumento de la inflación subyacente IPCX1. Por otro lado, era más coherente con la evolución de los costos laborales unitarios que siguen disminuyendo en términos anuales, al mismo tiempo que se debía considerar que la apreciación del TC nominal y real, significativa en las últimas semanas, también implicaría una menor inflación. Por último, se mencionó que el riesgo de un atraso en el ajuste de la política monetaria todavía es acotado debido que las expectativas de inflación se encuentran ancladas fuertemente en torno al tres por ciento.

Los Consejeros evaluaron distintos aspectos de la opción de aumentar la TPM en 50 puntos base. Por un lado se señaló que un aumento de esta magnitud podría implicar más pausas en el futuro cercano, confundiendo en el corto plazo al mercado y arriesgando generar una sobre-reacción del tipo de cambio nominal. Además, se estimó que la señal implícita sería que la magnitud de la sorpresa inflacionaria es mayor a la efectivamente exhibida o que se están corrigiendo errores anteriores de la política monetaria, que no es el caso. Se agregó también que un aumento de esta magnitud se interpretaría como una aceleración del ritmo de normalización de la política monetaria que no se justifica y para lo cual es necesario contar con mayores evidencias que las actuales.

Por otro lado, un Consejero estimó que la opción de subir la TPM en 50 puntos base en esta reunión tenía el atractivo de ofrecer un seguro frente a nuevas sorpresas inflacionarias, como las que se han observado por el lado de los combustibles o las que se podrían observar a futuro por sus efectos de segunda vuelta. Sería además una señal más clara de que el Banco Central tiene una disposición a enfrentar el mayor riesgo inflacionario con energía y así evitar un eventual desanclaje de expectativas.

Varios Consejeros concordaron en que contemplar la posibilidad de una mayor frecuencia de movimientos en el futuro era preferible a un incremento de la TPM de 50 puntos base en esta ocasión. Esto, por supuesto, sin constituir en ningún caso un compromiso respecto a movimientos futuros de tasas de interés.

#### **4. Acuerdo**

---

El Presidente señor Corbo, el Vicepresidente señor De Gregorio, la Consejera señora Ovalle y los Consejeros señores Desormeaux y Marfán acordaron de forma unánime aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base hasta 3,75% anual.