

Reunión de Política Monetaria

SEPTIEMBRE 2007

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 113 celebrada el 13 de septiembre 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, don Miguel Angel Nacur Gazali; el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic; el Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva; 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

Las principales cifras conocidas durante el último mes eran coherentes con el cuadro macroeconómico descrito en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM) y ratificaban los riesgos analizados en él. Por el lado externo, los problemas en los mercados financieros internacionales habían comenzado a mermar las proyecciones de crecimiento del mundo y habían intensificado perspectivas de tasas de interés de política más bajas en los países desarrollados. Sin embargo, los problemas anteriores no parecían estar teniendo mayores efectos sobre el precio de los principales productos básicos. Por el lado interno, la inflación anual siguió

umentando significativamente, explicada principalmente por los precios de los alimentos y la energía. La actividad estaría creciendo en torno a su tendencia, más allá de la volatilidad en los registros mensuales. Las perspectivas del sector privado no diferían mucho del cuadro de proyecciones del IPoM, en particular respecto de que el aumento de la inflación debiese ser transitorio, e incluían ajustes adicionales en la Tasa de Política Monetaria (TPM) en el corto plazo.

Durante las últimas dos semanas habían persistido los problemas de estrechez de liquidez en los mercados financieros de EE.UU. y Europa y continuaban estrechándose las condiciones crediticias. Ello se reflejaba, entre otros factores, en premios especialmente altos para las tasas libor, tanto en dólares como en euros, y en que los bancos centrales de esas economías habían debido inyectar de modo reiterado liquidez en los mercados.

Desde el IPoM, los indicadores de actividad de economías desarrolladas daban muestras de desaceleración, mientras las encuestas de expectativas comenzaban a incorporar los efectos de las turbulencias en los mercados financieros. En EE.UU., destacaban especialmente las malas cifras del mercado laboral, así como información del sector inmobiliario que daba cuenta de un ajuste que se intensificaba. En Japón, en tanto, el crecimiento del PIB del segundo trimestre tuvo un importante ajuste a la baja, alcanzando una variación negativa anualizada de 1,2% respecto del trimestre previo, asociado principalmente a caídas de la inversión. Señales de una desaceleración de la inversión también se observaban en Europa. Si bien las perspectivas de Consensus Forecast sobre el crecimiento mundial se mantenían sin cambios respecto del IPoM, diversos bancos de inversión estaban incorporando revisiones significativas a la baja en sus proyecciones para el 2008, y en menor grado para el 2007. De este modo, se estaba materializando el riesgo a la baja contemplado en el IPoM para las proyecciones de crecimiento mundial.

En línea con perspectivas más débiles para la actividad, las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. registraban caídas cercanas a 40 puntos base y en torno a 20 puntos base en los casos de Europa y Japón respecto de la RPM de agosto. Las expectativas de tasas de política monetaria, en tanto, se habían ajustado a la baja. Para EE.UU. el mercado esperaba una disminución de al menos 50 puntos base en la TPM hacia diciembre, mientras para la Zona Euro se diluían las alzas que se anticipaban para los próximos meses. Los productos básicos, por su parte, no registraban por el momento efectos significativos a la baja en sus precios, como respuesta a las señales de desaceleración de la actividad mundial, y los riesgos en este sentido se mantenían. Destacaban, por el contrario, el aumento en el precio internacional del trigo y el petróleo, cercanos a 25 y 10%, respectivamente, durante el último mes.

En Chile, las expectativas de mercado para el curso de la política monetaria de los próximos meses, seguían mayormente ligadas a la evolución del escenario de inflación. Respecto de la reunión anterior y luego de la publicación del IPoM y de los datos de inflación de agosto, se reafirmaron las expectativas de al menos dos nuevos aumentos de la TPM de 25 puntos base antes de fines del 2007. Para el 2008, también continuaban considerando que se verificaría un aumento adicional de 25 puntos base. Los datos de agosto mostraron que los agregados de crédito y dinero continuaban creciendo a tasas altas, mientras las tasas de interés que los bancos cobran en las operaciones al público mostraban caídas leves en el caso de los créditos de consumo y alzas, también moderadas, en los créditos a empresas y de vivienda. De acuerdo con información definitiva de agosto y preliminar de septiembre, los *spreads* de los bonos corporativos exhibían cierta evolución al alza, aunque continuaban en niveles comparables con los del periodo 2004-2006. Por tanto, seguían configurando un escenario favorable para su emisión. Persistían así condiciones financieras que favorecían el crecimiento de la demanda interna, a pesar de las turbulencias externas.

Aunque con una volatilidad algo mayor que la habitual por las turbulencias en el mercado financiero internacional, el tipo de cambio nominal se ubicaba en niveles menores respecto de lo que se observaba al momento de la publicación del IPoM, lo que también se apreciaba en sus medidas multilaterales. Esta situación se había intensificado en el último par de días, lo que era coherente con expectativas de recortes mayores en las tasas de interés en EE.UU. El tipo de cambio real (TCR), por su parte, mostraba una leve caída de su nivel en los últimos datos (desde casi 95 en mayo a cerca de 93 en agosto), principalmente vinculada a la mayor inflación interna que se ha observado en los últimos meses.

El crecimiento de la actividad y de los indicadores de demanda de julio fue menor que lo observado en meses previos y que lo anticipado en el escenario base del IPoM. No obstante, la volatilidad de esta información es alta, especialmente considerando el efecto calendario. Todo ello llevaba a que la información de julio no fuese suficiente para modificar el escenario base de crecimiento anual incluido en el IPoM de septiembre, aunque ratificaba la evaluación de que el balance de riesgos para la actividad está sesgado a la baja. Así, los indicadores de actividad y demanda de julio mostraron tasas de crecimiento anual menores que las de meses anteriores, en parte por el desempeño de sectores específicos (minería y electricidad, gas y agua (EGA)) y por efectos calendario. En julio el Imacec aumentó 4,0% anual (4,6% corregido por efecto calendario), el menor crecimiento del año. El menor número de días hábiles continuará afectando a la actividad en el curso del tercer trimestre, en particular por el feriado que se decretó para el 17 de septiembre.

Los indicadores de consumo también mostraron en julio tasas de variación anual menores que la de meses anteriores, tanto en su componente durable

como habitual. Al mismo tiempo, las percepciones de los consumidores (IPEC) siguen deteriorándose, llegando al menor nivel del año. No obstante, los datos de agosto de las importaciones de bienes de consumo indican un crecimiento significativo en sus valores (27%). Los indicadores de inversión mantuvieron su dinamismo. Por una parte, los indicadores de edificación (IMACON) mantenían un crecimiento anual similar al exhibido en los últimos meses (5,4%) mientras las colocaciones hipotecarias seguían dinámicas. La variación anual de las ventas de viviendas nuevas informadas por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) volvió a ser negativa en julio: -14,9% (-15,6% el mes anterior), con lo que los meses para agotar stock aumentaron de 17,7 a 18,3. Por otra parte, en agosto las importaciones de bienes de capital alcanzaron niveles nominales históricos —según la Compilación de Referencia 2003—, llegando a US\$638 millones y con tasas de incremento anual del orden de 27%.

Por el lado de la actividad sectorial, coherente con el bajo crecimiento del consumo en julio, se apreció un moderado incremento de la actividad del comercio. A su vez, la industria, afectada en parte por las restricciones de gas natural en la producción de metanol y la menor cantidad de días hábiles, creció a un tasa anual también menor que la de meses anteriores. En la actividad sectorial, también incidieron negativamente los sectores de recursos naturales. Como ha sido lo habitual durante este año, el valor agregado de la generación eléctrica aportó negativamente al Imacec, a lo que se sumó la caída en la producción minera, determinado en parte por los conflictos laborales de empresas del sector. Por el lado del comercio exterior, a los ya comentados incrementos de las importaciones de bienes de consumo y de capital, se sumó un bajo crecimiento de las exportaciones, especialmente mineras.

Los datos del mercado laboral de julio continuaron mostrando un crecimiento importante del empleo en términos anuales (3,2%), con un empleo asalariado que siguió registrando tasas de incremento en torno a 5% anual. La tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, se ubicó en 6,5% (+0,3 punto porcentual respecto del mes previo) y sigue por debajo de varias estimaciones para su valor coherente con la estabilidad de precios.

El crecimiento anual y la velocidad de expansión de las distintas medidas de salarios nominales registraron un incremento significativo en julio. El incremento anual del costo de la mano de obra subió a 5,7% (4,7% en junio) y el crecimiento del IREM (Índice de Remuneraciones) llegó a 8,1% anual (6,7% en junio), ampliándose la brecha entre ambos. Con un dato adicional no se puede precisar con exactitud cuánto del aumento de los salarios responde a la indización esperable dado los niveles que ha alcanzado la inflación en lo más reciente y cuánto de ello pudiera responder a un traspaso mayor que lo habitual de este mismo fenómeno. Sin embargo, el último registro los CLU (Costos Laborales

Unitarios) estaría creciendo algo más que la indexación habitual, aunque aun dentro de rangos coherentes con la meta de inflación. En el caso del los IREM este crecimiento es mucho mayor.

En agosto nuevamente se registró un alto incremento mensual de la inflación, destacando, una vez más, el aumento en los precios de los alimentos perecibles y no perecibles. El escenario base del IPoM de septiembre incorporaba para agosto una inflación mensual mayor que las proyecciones de mercado, pero, aun así, algo menor que el dato efectivo. El IPC tuvo un incremento mensual de 1,1% (4,7% anual), mientras los indicadores de inflación subyacente —IPCX e IPCX1— aumentaron 0,8 (4,2% anual) y 0,7% (5% anual), respectivamente. Las velocidades de expansión de los tres indicadores continuaron aumentando, ubicándose sobre 7% en el caso del IPCX1. Asimismo, las medidas de tendencia inflacionaria registraron importantes aumentos, ubicándose sobre 4% anual las medias podadas por subgrupos y por artículos y en 3,2% la medida que poda los componentes más volátiles. Por su parte, la medición del IPC que excluye los precios de la energía y los alimentos continúa anotando incrementos anuales inferiores a 2%, mientras que el IPCX1 sin alimentos creció 2,6% anual, levemente por encima del promedio del 2006 (2,5%).

Las expectativas de inflación de corto plazo del sector privado apuntaban a una inflación a diciembre de este año marginalmente mayor que las proyecciones internas y se mantenían cerca de 3% para el horizonte de largo plazo. Según la Encuesta de Expectativas Económicas de septiembre, la inflación se ubicaría en 5,7% anual (4,8% en agosto). A un plazo mayor, también alineado con el escenario base del IPoM, las expectativas de inflación, incorporando la transitoriedad de los *shocks* de precios actuales, se mantenían en 3,5 y 3% a uno y dos años plazo, respectivamente. Por su lado, la encuesta a los operadores de mesas de dinero preveía una inflación a un año de 3,7% (3,5% en agosto), proyección que a dos años se mantenía en 3,2% (3,15% en agosto). Finalmente, las medidas indirectas de expectativas de inflación que se derivan de los precios de los activos financieros presentaban movimientos mixtos. La compensación inflacionaria de 1 en 1 disminuía, contemplando una inflación de 3,18% (3,60% en agosto). A mayor plazo, en cambio, mostraban aumentos de distinta magnitud. La de 3 en 2 se ubicaba en 3,71% (3,43% en agosto) y la de 5 en 5 en 3,23% (3,20% en agosto). No obstante las desviaciones de la inflación respecto de su valor esperado, los niveles de las expectativas no eran diferentes de los valores que han alcanzado en períodos de inflación elevada. Finalmente, los indicadores de expectativas de inflación en base a encuestas a consumidores y empresarios (IPEC e IMCE) también presentaban alzas en la inflación esperada para los próximos 12 meses.

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió respecto de la evolución del premio soberano chileno, en particular de si ha aumentado más de lo que lo ha hecho el de otros países. Se mencionó que el premio soberano chileno ha aumentado, tal como se esperaba, como respuesta a las turbulencias en los mercados financieros internacionales. Se indicó que se debía ser cuidadoso con la comparación respecto del nivel del premio soberano de Chile respecto de otras economías y respecto de si seguía siendo el más bajo de América Latina. Relacionado con esto último, se indicó que lo informado por la prensa en los últimos días no era del todo correcto, puesto que mientras el premio soberano chileno incorporaba empresas estatales, el de otros países, como México, las excluía. En particular, se discutió que parte del aumento del premio chileno estaba determinado por la inclusión de títulos de Codelco, los que, de excluirse, dan como resultado que el premio soberano de Chile ha aumentado menos de lo que lo ha hecho en el resto de las economías emergentes, ubicándose, a la fecha de la reunión, algo por encima de 80 puntos base (algo más de 120 puntos base en la medida agregada). Se agregó que, en todo caso, el nivel del premio soberano de Chile está entre los más bajos de las economías emergentes, lo que es coherente con la clasificación A del riesgo soberano chileno. Al respecto, también se planteó que una mejor alternativa para medir el riesgo país era revisar el premio de los instrumentos de cobertura respecto de una eventual moratoria de la deuda soberana, lo que se denomina *Credit Default Swaps* (CDS). Se señaló que este premio se calcula habitualmente con respecto a una libor, que es una tasa de corto plazo, lo que permite aislar los efectos de la duración de los bonos y los premios asignados a empresas públicas, que están presentes en el cálculo del EMBI Global que realiza el Banco *JPMorgan*. Se indicó que, en las últimas semanas, la estimación del premio por riesgo chileno medido a través de los CDS ha aumentado marginalmente, situándose en torno a 30 puntos base, nivel que equivalía a menos de la mitad del premio que se calculaba para otras economías, como por ejemplo la mexicana.

Se discutió acerca de los incrementos que han mostrado las tasas de interés en los mercados financieros internacionales, en particular las de instrumentos de menor riesgo. Se mencionó que, a diferencia de lo que se esperaría en un episodio de volatilidad donde los agentes buscan concentrarse en activos menos riesgosos haciendo que sus tasas de interés caigan, el episodio actual se ha caracterizado por un aumento de estas, lo que podría estar ligado más bien a la escasez de liquidez que han sufrido los mercados. Se señaló que, una de las razones de este fenómeno podría ser el hecho de que los bancos centrales están satisfaciendo liquidez para plazos inmediatos, usualmente un día, pero no a un plazo más largo, lo que presiona las tasas al alza. Ello, por la conjunción de una alta demanda por liquidez y la reticencia de los bancos a prestar, tanto por la incertidumbre respecto de la cartera de riesgo

de otros agentes como por la posibilidad de que su propia cartera se vuelva exigible. Se agregó que precisamente, el mercado ha presionado a los bancos centrales de las economías desarrolladas para que implementen una política monetaria que permita inyectar liquidez a plazos más largos, lo que reduciría el riesgo de las tasas a plazos mayores a un día. Se mencionó que el Banco Central Europeo ya ha tenido alguna reacción en ese sentido, dando liquidez a plazos mayores de forma excepcional.

Se discutió también acerca de los cambios que muestra el escenario internacional relevante para la economía chilena. Se señaló que la observación de los datos mostraba un escenario con cambios más bien pequeños, de algunas décimas de menor crecimiento mundial. No obstante, se agregó, los riesgos de un escenario menos favorables están presentes y es posible que en lo venidero se observen mayores cambios, en particular porque el análisis del mercado de la vivienda de EE.UU. auguraba que los precios de ellas podrían seguir cayendo, llevando a una recesión de dicha economía. Se indicó que dicha evaluación no era compartida por todo los analistas privados, en especial porque los indicadores del sector real y el precio de los productos básicos se mantenían favorables, con un dinamismo todavía importante en economías como la rusa, la china y la india. Se mencionó que se debía considerar también que la situación de los bancos extranjeros parecía ser todavía confortable, por lo que no se veía en riesgo la cadena de créditos. Se agregó respecto de la solvencia que, aún en un escenario extremadamente pesimista, las estimaciones internacionales dan cuenta que el impacto en estos bancos no sería muy significativo. Se señaló también que no podía descartarse que la provisión de liquidez que se estaba dando permitiera esconder un ajuste más marcado de los precios de los activos. Ello, se indicó, podría llevar a que la parte más dura del ajuste se postergue induciendo a problemas de riesgo moral que tienen una alta connotación.

Se discutió acerca del aumento que han mostrado las tasas de interés de las operaciones en dólares en el mercado chileno, aparentemente afectadas por la escasez de dólares en el mercado spot nacional. Se mencionó que hay dos posibles factores que explican la escasez de dólares, por un lado, la salida de los fondos de pensiones hacia el exterior y, por otro, una mayor lentitud en la entrada de recursos desde el exterior, especialmente de bancos corresponsales, dado el mayor riesgo que se ha verificado en los mercados externos. Se indicó que este último argumento es menos probable, toda vez que no es un fenómeno que se aprecie en otras economías de la región y parecía estar circunscrito a un número acotado de bancos. Se mencionó que la evolución reciente del tipo de cambio nominal era contraria a lo que podría esperarse de una situación de escasez de dólares, lo que respondía al hecho de que la escasez se daba en el mercado spot solamente, pero no, por ejemplo, en el mercado a tres meses. Se agregó que, de persistir, se debía seguir investigando las causas detrás de esta situación.

Se discutió sobre la situación del sector de la construcción. En particular, por la existencia de indicadores que van en distintas direcciones y que podrían indicar que la situación del sector no es todo lo positiva que en algunos momentos se ha señalado, especialmente en el caso de empresas de menor tamaño que tienen altos niveles de endeudamiento. Se indicó que es posible plantear un escenario alternativo para este sector que sea menos favorable, toda vez que en un contexto de inestabilidad financiera, como el de los mercados financieros internacionales, los agentes pueden postergar algunas decisiones, como las de inversión o consumo durable. Se agregó que alternativamente era posible que el incremento del precio de los bienes de consumo básico, como las hortalizas u otros, estreche el presupuesto familiar e incida en que las familias no comprometan ingresos futuros en compras de viviendas, postergando la decisión de compra.

2. Opciones

Con los antecedentes acumulados en el último mes, y considerando la reciente publicación y presentación del IPoM de septiembre, se consideró difícil argumentar a favor de una opción diferente a la de aumentar la TPM en 25 puntos base en esta reunión.

En el IPoM recién presentado, el Consejo había comunicado que en el escenario más probable sería necesario aumentar la TPM en los meses siguientes. Detrás de ello estaba la evaluación de que en el cuadro actual de brechas y tendencia inflacionaria era necesario reducir el estímulo que provee la política monetaria, de manera que la inflación proyectada a dos años se mantenga en 3%. Este ajuste también permitía moderar los riesgos de efectos de segunda vuelta de los fuertes *shocks* de precios específicos de los últimos meses, los que además incidían en que la inflación actual estuviera muy por encima de la meta. Asimismo, y como referencia, las proyecciones identificadas como escenario base incluían como supuesto de trabajo aumentos de la TPM que en esa ocasión resultaban similares a las expectativas de mercado que incluían un par de aumentos de la TPM en un plazo relativamente cercano.

Los antecedentes acumulados desde el cierre del IPoM no modificaban el escenario base o los riesgos asociados a este, descritos en él. Las cifras de actividad y demanda interna eran mixtas, sin una implicancia evidente para las proyecciones. Las mayores noticias a la baja se concentraban en el sector de recursos naturales, menos relevante desde el punto de vista de las presiones inflacionarias. De igual manera, algunos indicadores que habían resultado más débiles, como las ventas de viviendas y el desempeño del comercio, se

contraponían con otros más dinámicos, como las importaciones de bienes de consumo y de capital. En el lado de la inflación había novedades en el precio del petróleo que hacían prever un curso para los próximos meses marginalmente por encima del considerado en el IPoM.

A pesar de lo anterior, se podía justificar mantener la TPM en la reunión si se estimaba que, junto al deterioro en el margen del escenario internacional, los riesgos a la baja se habían exacerbado de manera considerable, con posibles implicancias de primer orden sobre las brechas esperadas en Chile. La mantención, en este sentido, era una acción preventiva ante un riesgo mayor. Sin embargo, hasta esa fecha las proyecciones de crecimiento de los bancos de inversión habían sufrido variaciones acotadas, mientras, sorprendentemente, el precio de los principales bienes primarios no había disminuido e incluso aumentaba en algunos casos. Era evidente que el sesgo de las proyecciones de crecimiento mundial del escenario base del IPoM era a la baja, pero no estaba claro de cuánto será la corrección final. Además, no se podía descartar que un deterioro externo viniera acompañado de un empeoramiento de las condiciones financieras relevantes para Chile y un movimiento cambiario que atenuara los efectos deflacionarios de una actividad más débil. Finalmente, no había evidencia clara de que la situación financiera global estuviera afectando las condiciones crediticias internas en Chile, y de esa manera, a la demanda interna. Más allá del leve aumento del premio por riesgo país implícito en las tasas de los bonos soberanos y de una mayor tasa de interés en dólares *onshore* (que podría explicarse por otros factores), los agregados monetarios y crediticios seguían expandiéndose, había colocaciones de bonos y los *spreads* corporativos aumentaban solo levemente y se mantenían bajos.

En suma, la opción de aumentar la TPM en 25 puntos base era la más coherente con el IPoM recién presentado. Además, desde el punto de vista de la implementación, no debía generar mayores sobresaltos porque era un ajuste ampliamente esperado.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en señalar que, pese a las noticias conocidas con posterioridad al último IPoM, en lo fundamental el escenario central delineado en dicho Informe seguía vigente. Sin embargo, algunos de ellos manifestaron que la probabilidad de ocurrencia de algunos riesgos se había intensificado.

En lo que se refiere al panorama internacional, un Consejero indicó que aunque el escenario base seguía siendo el más probable y el que debiera guiar la decisión de política monetaria, parecía prudente plantearse escenarios alternativos que consideraran una mayor desaceleración de la economía de Estados Unidos. Para ello identificó cinco puntos de diferencia respecto del IPoM. Primero los bancos de inversión ya estaban revisando a la baja aunque marginalmente sus proyecciones de crecimiento mundial. Segundo, la discusión internacional actual se centraba en que el ajuste de las turbulencias financieras podía ser más prolongado que lo previsto. Tercero, la curva *forward* de la tasa de política monetaria en los Estados Unidos tenía un sesgo a la baja claramente más pronunciado, especialmente para el próximo año. Cuarto, los problemas de liquidez se habían acentuado en Estados Unidos, a juzgar por el mayor premio entre la *Federal Funds Rate* y la Libor a tres meses, y también con algún efecto en el mercado *forward* chileno. Y quinto, los efectos del *fly to safety* o fuga hacia activos de menor riesgo estaban incidiendo en el riesgo soberano chileno, aunque la economía chilena continuaba sólidamente como la de menor riesgo de la región. De acuerdo con varios Consejeros, los precios de las materias primas seguían elevados, sin internalizar, aparentemente, un escenario mundial más débil. Para un Consejero, esta paradoja se explicaba porque el origen de la mayor debilidad económica internacional radicaría en Estados Unidos, mientras la principal causa, aunque no exclusiva, de los elevados precios de las materias primas radicaría en la fortaleza del crecimiento de Asia. Con todo, este Consejero creía correcto pensar en un escenario alternativo de mayor debilidad de la economía mundial más allá de correcciones marginales al escenario base.

Varios Consejeros destacaron que los mercados financieros internacionales seguían exhibiendo restricciones de liquidez y estrechez en la provisión de crédito, y que persistía una alta incertidumbre en la valoración de algunos títulos financieros. Además, la actividad, que hasta ese entonces no parecía mayormente afectada, comenzaba a entregar señales de desaceleración en los países desarrollados. Aunque las evaluaciones de la extensión de la crisis del mercado hipotecario *subprime* y sus eventuales consecuencias en el lado real de la economía eran aún prematuras, se argumentaba que sus efectos en el crecimiento de Estados Unidos y de la economía mundial no serían marginales, llevando a una revisión de las proyecciones de crecimiento para el 2008. Además, todo indicaba que la volatilidad en los mercados financieros permanecerá por un tiempo prolongado. De este modo, y de acuerdo con varios Consejeros se estaría materializando el riesgo a la baja para la actividad mundial que contemplaba el IPoM de septiembre. Algunos Consejeros destacaron que lo más probable era que, en las semanas venideras, se observaran recortes en las proyecciones de crecimiento mundial, y no podía descartarse que estos recortes fueran más severos que lo esperado.

Un Consejero, señaló que debía tener presente que la economía chilena tiene un marco de políticas macroeconómicas que, en presencia de elevados grados de integración financiera y comercial a la economía global, la hace ser menos vulnerable que en años anteriores. Según su parecer, la flotación del tipo de cambio, el compromiso con la meta de inflación, y la política fiscal aseguran que los efectos de una menor actividad en el mundo sean más acotados que en el pasado. Sin embargo, agregó, había dos elementos que se debían tener en cuenta y que podrían reducir las presiones inflacionarias internas. En primer lugar, el menor crecimiento mundial debería poner un límite en el aumento de los precios de las materias primas, la principal fuente de aumento de inflación en lo que va corrido del año. En segundo lugar, mayores turbulencias financieras podrían resultar en un *shock* financiero negativo sobre las economías emergentes, en momentos en que los inversionistas buscaban refugiarse del riesgo. Señaló que, si bien hoy se podían absorber adecuadamente dichos *shocks*, sus consecuencias sobre la actividad no son nulas, y por lo tanto, pueden resultar en una reducción de las presiones inflacionarias.

En el plano interno, algunos Consejeros indicaron que la actividad crecía algo por sobre su nivel de tendencia. Otro Consejero, agregó que no había un trasfondo macroeconómico preocupante en el bajo crecimiento del Imacec de julio, toda vez que era producto de factores puntuales y del menor desempeño de la minería y del sector electricidad, gas y agua, mientras los sectores distintos de recursos naturales mostraban una evolución relativamente sólida y bastante más estable.

Algunos Consejeros notaron que la mayor sorpresa por el lado de la inflación provenía de la evolución de los costos laborales. Pese a que se esperaba una aceleración de su crecimiento, debido al efecto de cláusulas de indexación, algunos indicadores de costos laborales aumentaron más allá de lo que puede explicarse por este factor. Esto, agregaron, debe ser monitoreado hacia delante con atención por sus implicancias para la inflación proyectada.

Varios Consejeros coincidieron en señalar que el escenario base del IPoM de septiembre contemplaba una reducción del estímulo monetario para asegurar el cumplimiento de la meta. En este contexto, acotó uno de estos Consejeros, el mercado esperaba nuevos ajustes en la TPM en el curso de los próximos meses, pero mayoritariamente esperaba que una de las alzas se produjera en la reunión actual. A juicio de varios Consejeros esta normalización de la TPM prevenía que se dieran efectos de segunda vuelta de los aumentos de la inflación por alimentos y energía más allá de los ajustes que ocurran en precios relativos y que se irán observando en los registros de inflación de los próximos meses. Ello hacía posible absorber los aumentos de precios sin que repercutan de manera persistente sobre la inflación. Señalaron, sin embargo, que los riesgos se han

incrementado y lo relevante es que se han movido en la dirección de suavizar presiones inflacionarias en el mediano plazo.

Un Consejero destacó que, si bien en el ámbito interno las noticias eran coherentes con el escenario base, existían señales que podrían aumentar los riesgos a la baja en materia de actividad, con sus consecuentes implicancias sobre los precios. A su parecer, habían algunas señales que podrían indicar una menor expansión del producto en los próximos trimestres, como por ejemplo la caída de la confianza en los consumidores, aunque explicada mayormente por el aumento de la inflación, y algunos signos parciales de menor dinamismo en la construcción y en la demanda por bienes de consumo, si bien, dentro de los márgenes esperados, no permitían descartar que fueran el resultado de genuinas expectativas de menor crecimiento del sector privado. Asimismo, agregó, la desaceleración del elevado ritmo de aumento de las colocaciones, aunque esperable en un escenario de mayor estabilidad, tampoco permitía descartar la hipótesis que fuera por una menor demanda de crédito producto de perspectivas menos auspiciosas. Argumentó este Consejero, que este escenario de mayor incertidumbre ciertamente no alcanzaba a dominar el efecto de primer orden que representaba el aumento de la inflación. Señaló que aunque el aumento de la inflación se había dado en energía y alimentos, y una vez que se descontaban estos componentes del IPC el registro de inflación estaba en torno a 2%, parte de estas presiones inflacionarias contenidas podían ser precisamente consecuencia del aumento del gasto en energía y alimentos. Agregó que una vez que sus precios se normalizaran, lo que estaba previsto que sucediera en el escenario base de proyección a dos años, ello podía resultar en nuevas presiones inflacionarias. Por lo anterior, señaló, los riesgos actuales no sugerían postergar un aumento de la TPM en 25 puntos base.

Finalmente, todos los Consejeros indicaron que a la luz del deterioro de los mercados financieros internacionales y el resultante aumento en el riesgo a la baja en el crecimiento mundial, lo más prudente era condicionar el curso futuro de la política monetaria a la evolución de la economía internacional y sus implicancias para la inflación proyectada y comunicarlo explícitamente de esa manera.

4. Acuerdo

El Presidente señor Corbo, el Vicepresidente señor De Gregorio, y los Consejeros señores Desormeaux, Marfán y Marshall acordaron por unanimidad aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, ubicándola en 5,75%.