

Reunión de Política Monetaria

OCTUBRE 2007

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 114 celebrada el 11 de octubre 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 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

Los antecedentes conocidos en el último mes daban cuenta de un panorama en que la actividad había vuelto a crecer a una tasa inferior a 5% anual, concretándose uno de los riesgos que se habían previsto en el IPoM de septiembre. De esta forma, se estimaba que el crecimiento de la actividad en el tercer trimestre habría sido menor que el proyectado en esa ocasión, situación que parecía ir más allá del desempeño de algunos sectores específicos y cuya persistencia era aún incierta. La inflación, por su parte, había vuelto a mostrar un registro elevado, y se esperaba que en los próximos meses se ubicaría por sobre

lo proyectado en el último IPoM. En el plano externo, se habían moderado los problemas de liquidez en los mercados financieros, las medidas tomadas por los bancos centrales, en particular el recorte de la tasa de referencia de la Fed, habían atenuado los riesgos de un crecimiento sustancialmente menor, lo que también se refrendaba en los indicadores más recientes del sector real de EE.UU. Así, el panorama externo relevante para la economía chilena se mantenía positivo, aunque persistía el riesgo de escenarios internacionales adversos. Las medidas de la Fed, entre otros factores, habían provocado una depreciación importante del dólar a nivel internacional que, dadas las perspectivas de la TPM en Chile, habían contribuido a que la paridad peso/dólar se ubicase algo por debajo de \$500 por dólar previo a esta reunión. Las expectativas respecto de la TPM se mantenían relativamente estables, e incluso algo a la baja hasta la publicación del IPC de septiembre, momento en el que la curva *forward* se desplazó levemente hacia arriba, especialmente en el corto plazo. Las expectativas de inflación a mediano y largo plazo se mantenían ancladas en torno a 3% anual, lo que era coherente con un aumento transitorio de la inflación.

Las proyecciones de crecimiento mundial de consenso se mantenían relativamente estables, con una reducción menor en las economías desarrolladas, especialmente hacia el 2008, y mejores perspectivas para las economías emergentes. En cambio, las proyecciones de crecimiento del *World Economic Outlook* habían sufrido reducciones significativas, en particular en las economías desarrolladas, dando cuenta de un claro sesgo a la baja. Comparado con los valores vigentes al momento de la reunión de septiembre, las tasas de interés de largo plazo habían aumentado cerca de 20 puntos base en EE.UU. y Europa ante, principalmente, la mayor tranquilidad que había generado en los mercados la acción de sus autoridades monetarias. La Reserva Federal de EE.UU. redujo la tasa de política monetaria en 50 puntos base, ubicándola en 4,75% y los mercados esperaban que se registrara al menos un recorte adicional de 25 puntos base antes de fin de año. Ello había contribuido a una significativa depreciación del dólar estadounidense en los mercados internacionales. Los mercados emergentes habían reaccionado favorablemente, con bolsas que se habían recuperado con fuerza sorprendente y premios soberanos que habían caído.

Los indicadores de confianza y actividad en EE.UU. y en la Zona Euro seguían mostrando debilidad como respuesta a las turbulencias financieras. En Japón el escenario se presentaba algo mejor para lo que queda del año. China continuaba mostrando fortaleza en su actividad, lo que permitía dar sustento al elevado precio de los productos básicos. El precio del cobre había aumentado más de 10% desde la última RPM, a la vez que el precio del petróleo se mantenía en niveles en torno a US\$80 el barril, ambos por sobre lo anticipado.

En los mercados financieros nacionales la mayor novedad del mes era la apreciación del peso, en gran medida siguiendo la depreciación del dólar en los mercados internacionales. Comparado con la reunión anterior el peso se había apreciado 2,4% respecto del dólar estadounidense, valor que disminuía a 1% cuando se consideraba una canasta de monedas (TCM) y a 0,4% cuando se excluía el dólar de esa canasta (TCMX). A su vez, el Tipo de Cambio Real (TCR) disminuía más que la medida nominal multilateral, producto de las altas inflaciones internas de los últimos meses, que superaban los incrementos en la inflación externa relevante. Así, en septiembre se estimaba que el TCR se ubicó en 91,6 (94,5 y 93,3 en julio y agosto, respectivamente), y que en los últimos cinco días hábiles previos a la reunión promedió cerca de 90.

El resto de las variables del mercado financiero nacional no tuvo grandes cambios. Las expectativas de la TPM que se deducen de la curva forward se habían mantenido relativamente estables, e incluso algo a la baja hasta la publicación del IPC de septiembre, momento en el que esta curva se desplazó levemente hacia arriba, especialmente en el corto plazo. Con todo, estas perspectivas apuntaban a que se produciría un nuevo incremento de la TPM de 25 puntos base este año y un aumento adicional de igual magnitud el 2008. Otros indicadores de expectativas, como las tasas *swap* y las encuestas a operadores de mesas de dinero apuntaban en una dirección similar, con algunas diferencias sobre la oportunidad del ajuste y con una parte del mercado que preveía que el aumento se daría en la reunión de octubre. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de octubre, por su parte, mostraba que los analistas esperaban solo un incremento más de la TPM hasta 6% en los siguientes dos meses, manteniéndose en ese nivel hasta fines del horizonte habitual de proyección. Por otro lado, el crecimiento anual de los agregados monetarios y crediticios seguía en niveles altos, destacando el aumento de las colocaciones a empresas, a la vez que las emisiones de acciones al tercer trimestre totalizaban montos similares a los de todo el 2006. En todo caso, en septiembre continuaba observándose un aumento del *spread* de bonos corporativos y de las tasas de interés en dólares, ambos fenómenos que se relacionaban tanto con factores locales como con la menor liquidez internacional.

Los indicadores de agosto daban cuenta de que la actividad mostraba un dinamismo menor que el considerado en el escenario base, principalmente, por el débil desempeño de los sectores ligados a recursos naturales —minería, pesca y electricidad, gas y agua—, materializando el riesgo a la baja que se había contemplado en el IPoM de septiembre. El Imacec de agosto aumentó 4,5% anual (4,7% considerando la composición de los días calendario), valor por debajo tanto de la proyección considerada en septiembre como de lo esperado por la mayoría del sector privado. Con esto, el crecimiento proyectado para el tercer

trimestre y, por ende, para la segunda mitad del 2007, se estimaba sería inferior a lo que se verificó en el primer semestre, llevando a que el incremento anual del PIB se ubique en la parte inferior del rango de 5¾-6¼% que se proyectó en septiembre.

En agosto los indicadores de consumo privado habían tenido, al igual que en julio, tasas de crecimiento anual inferiores a las del segundo trimestre del año, especialmente en lo que se refiere al consumo durable. Con ello el consumo privado, si bien continuaba dinámico, presentaba en el tercer trimestre un crecimiento algo menor que en la primera parte del año, fenómeno cuya persistencia era difícil de evaluar con la información disponible. Si bien las perspectivas para lo que resta del año no se modificaban sustancialmente, puesto que las importaciones de bienes de consumo seguían en niveles altos, la tasa de desempleo era aún baja y las colocaciones crecían a tasas elevadas; la persistente debilidad de los indicadores de expectativas y el efecto de los aumentos del IPC en el ingreso disponible implicaban un riesgo a la baja. Por el lado de la inversión, la nueva información solo incluía las importaciones de bienes de capital de septiembre, a partir de lo cual, se seguía previendo un panorama sin mayores novedades.

La actividad de los sectores de servicios —comercio, transporte y comunicaciones— mantenía el dinamismo de meses previos y no mostraba grandes cambios en sus perspectivas. En contraste, la actividad industrial mostraba tasas de crecimiento anual que se habían desacelerado en el curso del año, aunque con heterogeneidad entre sectores y destacando que las ramas que más desaceleraban su crecimiento en agosto eran aquellas agrupadas en no transables —panadería, alcoholes y licores, cervezas, bebidas no alcohólicas, productos del tabaco, imprentas y editoriales, productos del plástico y vidrios y sus productos—. A su vez, las transables y de oferta, aquellas mayormente afectadas por el episodio de cambio en el origen del consumo habitual desde nacional a importado que se detectó el 2006, seguían creciendo a tasas superiores a las del año pasado. Más allá de lo anterior, gran parte del menor crecimiento de la actividad en agosto se había debido al desempeño de EGA y, respecto de las proyecciones, al débil desempeño de la minería, el que estuvo asociado a mantenciones no anticipadas y a la extracción de mineral de menor ley. Esto último se contraponía con las expectativas de un mayor crecimiento para el tercer trimestre, dada la baja base de comparación del 2006, por los derrumbes y huelgas que afectaron a ese sector. También destacaba en el sector minero la caída en el crecimiento del volumen de las exportaciones de cobre, que probablemente llevaría a un bajo incremento de los envíos al exterior en el segundo semestre y tendría como contrapartida, un aumento de las existencias.

Por el lado de la política fiscal, destacaba la entrega de los principales parámetros del presupuesto fiscal 2008 que se discutiría en el Congreso. En lo principal, el gasto fiscal crecerá el 2008 a una tasa de 8,9% real anual, valor similar al que se consideró como más probable en el escenario base del IPoM de septiembre, terminando ese año con un balance global de 4,8% del PIB.

Los datos del mercado laboral de agosto habían mostrado un nuevo incremento de la tasa de desempleo que, eliminada estacionalidad, avanzó a 6,9% (+0,4 punto porcentual respecto del mes previo), con lo que acumulaba un aumento del orden de 0,6 punto porcentual en los últimos dos meses, aunque seguía algo por debajo de varias estimaciones para su valor coherente con la estabilidad de precios. Por su lado, el empleo total seguía creciendo a tasas anuales del orden de 3%, aunque con una velocidad de expansión cercana a cero. El empleo asalariado mantenía una tasa de crecimiento cercana a 5% anual y el empleo por cuenta propia, luego de tres meses de variaciones levemente positivas, había registrado una caída de 0,7% anual. La fuerza de trabajo, a su vez, anotaba la mayor variación desde fines del 2005 (1,8% anual), con un leve incremento mensual, luego de tres meses de descensos. Por su lado, los datos de la AChS mostraban que el empleo seguía creciendo a tasas anuales elevadas (7,9% en agosto) aunque con un leve descenso respecto del crecimiento del mes previo.

En agosto los salarios nominales habían crecido a tasas anuales similares a las del mes anterior, no repitiendo el aumento en su tasa de crecimiento del mes previo. El IREM creció 8% anual (8,1% en julio) y el costo de la mano de obra tuvo un incremento anual de 5,7%, igual que en julio. En términos reales, en cambio, ambos indicadores registraban reducciones en sus tasas de variación, alcanzando el CMO y el IREM tasas de 1,0 y 3,2% anual, respectivamente. El IREMX y el CMOX (excluyen servicios comunales, sociales y personales, EGA y minería) registraban leves descensos en sus tasas de variación anual, ubicándose en 7,5 y 5,8%, respectivamente. Por el contrario, los salarios medidos por la AChS habían tenido un incremento en su tasa de variación anual pasando desde 4,9% en julio a 5,6% en agosto, lo mismo que el IREM ponderado por CMO que creció 5,3% anual (5,1% el mes previo). Por su lado, el crecimiento anual de los CLU tenía un importante aumento a la vez que sus velocidades de expansión continuaban con la tendencia al alza de los últimos meses. La información adicional de costos laborales no era aún suficiente para precisar con exactitud cuánto del aumento de los salarios respondía a la indexación esperable dado los niveles que había alcanzado la inflación en lo más reciente y cuánto de ello podía responder a un traspaso mayor que lo habitual de este mismo fenómeno. Los últimos registros de los CLU, aunque aún dentro de rangos coherentes con la meta de inflación, crecerían algo más que la indexación habitual, lo que ponía una nota de cautela respecto de la posible materialización de presiones salariales.

En septiembre, nuevamente se había registrado una elevada variación del IPC en la que destacaba el incremento en el precio de los alimentos. El aumento mensual del IPC había sido de 1,1% (5,8% anual), mientras el IPCX e IPCX1 de 1,0 (5,0% anual) y 0,9% (5,8% anual), respectivamente. Las velocidades de expansión de los tres indicadores también habían registrado incrementos relevantes, ubicándose por sobre 8% en el caso del IPC y del IPCX1 y cercana a ese valor para el IPCX.

Las medidas de tendencia inflacionaria continuaban aumentando. El IPC que excluye los precios de la energía y los alimentos, como el IPCX1 sin alimentos, había registrado aumentos en sus tasas de variación anual. El primero se había ubicado levemente sobre 2% y el segundo, algo por sobre 3% valor no alcanzado desde el 2002. Tanto el aumento anual del IPC de bienes como el de servicios aumentaban, excluidos tanto los precios de los ítemes más volátiles como de los precios regulados, aunque el aumento del primero era mayor que el del segundo ampliando una brecha entre ambos de signo contrario a la que se había observado a comienzos de año (cuando el IPC de servicios crecía más que el de bienes). Al igual que entonces, considerando la mayor persistencia de la inflación de servicios, era esperable que la inflación de bienes retrocediera.

Las expectativas de inflación de corto plazo del sector privado también apuntaban a que a fines de año la inflación IPC sería mayor que lo previsto el mes pasado, mientras se mantenían cerca de 3% para el horizonte de política monetaria. Según la EEE de octubre la inflación se ubicaría en 6,3% anual a diciembre (4,8% y 5,7% en agosto y septiembre, respectivamente). A un plazo mayor, se seguía considerando que los *shocks* actuales eran en gran parte transitorios. A un año plazo, la encuesta a los operadores de mesas de dinero preveía una inflación de 3,55% (3,7% en septiembre), proyección que a dos años se ubicaba en 3,25% (3,2% en septiembre). Las medidas indirectas de expectativas de inflación que se derivan de los precios de los activos financieros presentaban movimientos mixtos, pero también eran coherentes con un escenario de inflación transitoriamente elevada. La compensación inflacionaria de 1 en 0 se ubicaba cerca de 4%, mientras la de 1 en 1 disminuía, contemplando una inflación de 3,13% (3,30% en septiembre), lo mismo que la de 3 en 2 que se ubicaba en 3,46% (3,64% en septiembre). La de 5 en 5, por su parte, se mantenía en torno a 3,2%.

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió acerca de los aumentos que han mostrado los precios de los productos básicos. Por un lado, se señaló que el precio del trigo había tenido una caída importante en los días inmediatamente anteriores a la reunión, hecho

que no estaba considerado en las proyecciones de inflación de corto plazo que se presentaron en la ocasión. Al respecto, se señaló que no era evidente el efecto que el alza previa o la reciente caída del precio de este cereal pudiera tener en los precios internos y, a través de sus derivados, en la inflación. Se indicó que además era muy difícil establecer con certeza la cadena de traspasos de cambios en los precios externos del trigo hacia productos como el pan, pudiendo existir incluso asimetrías en movimientos al alza y a la baja, lo que hacía más compleja la evaluación del efecto que podrían tener los cambios recientes en el mercado externo sobre la inflación interna. Por otro lado, se discutió acerca del nuevo aumento del precio del cobre, y de los metales en general, y de cuáles eran las razones detrás de él. Se indicó al respecto que existían variadas razones, que consideraban tanto la alta demanda china y los problemas de producción de cobre en algunos yacimientos importantes como el efecto de la depreciación del dólar estadounidense sobre los precios denominados en esa moneda. Se agregó que también parecía haber una percepción de una menor incertidumbre sobre la dimensión de una posible crisis financiera en los mercados internacionales, lo que habría llevado en algún grado a recuperar la demanda por productos básicos.

Se discutió acerca del diferencial que seguían mostrando la tasa de fondos federales *overnight* y la *libor* a tres meses plazo en los mercados desarrollados, el que desaparecía a plazos mayores. Al respecto se indicó que esta situación no reflejaba, necesariamente, que los problemas de liquidez estuvieran circunscritos a un período corto de tiempo, sino lo esperable era que el problema persistiera y se moviera temporalmente. Se señaló que la evolución de los *swap spreads* —la diferencia entre la tasa *swap* de un banco respecto de una tasa de un bono del tesoro— se mantenía alto, lo que apoyaba la idea de que los problemas podían no ser todo lo transitorio que la lectura del diferencial entre la *fed funds* y la *libor* sugería. Se agregó que, además, el mercado estaba muy optimista en que el diferencial desaparecería y que la posibilidad de que ello no suceda era un riesgo que se debía considerar. Se señaló que, en todo caso, se debía considerar que podía ser incorrecto sacar conclusiones muy finas de estos diferenciales, puesto que el tipo de instituciones financieras que accedían a un mercado y otro eran distintas, especialmente en lo que dice relación con el riesgo de las instituciones que concurren a operar con la Reserva Federal y aquellas que lo hacen en un mercado abierto como el de la *libor*. Se agregó que en todo caso, el único elemento por ahora efectivo era que el tamaño del diferencial había disminuido desde el inicio de la crisis, lo que indicaba que la situación había mejorado en algo.

Se discutió acerca de la evolución reciente del tipo de cambio nominal y real, tanto respecto de las razones detrás de la apreciación del peso como de sus

implicancias. Se señaló que existían variados sucesos de índole financiero coincidentes con la caída de la paridad nominal peso/dólar, entre las que se podía mencionar un cambio en las posiciones en dólares de entidades nacionales y extranjeras, así como cambios en la correlación con otras monedas, en especial el real brasileño. De cualquier modo, más allá de que no podía descartarse de que alguna parte de los movimientos del tipo de cambio tuvieran relación con variables financieras, la causa principal detrás de la caída del tipo de cambio nominal era la depreciación del dólar estadounidense en los mercados internacionales. Esta, se indicó, responde a la complicada situación financiera que se ha vivido en Estados Unidos y que ha llevado a la Reserva Federal a reaccionar con fuerza a la coyuntura económica actual. Respecto del impacto que el diferencial de tasas de interés de Chile y Estados Unidos podría estar teniendo en la apreciación particular del peso, se señaló que se debía ser cauto al respecto, toda vez que este diferencial de tasas, considerando riesgo país y otros aspectos, era un hecho habitual y que, de hecho, lo anómalo era que ambas tasas estuviesen alineadas. También, se dijo, debía recordarse que la depreciación del dólar era una respuesta esperable al alto déficit de cuenta corriente de Estados Unidos y que, desde ese punto de vista, tampoco se podía descartar que se profundizara en lo sucesivo.

También respecto del nivel del tipo de cambio nominal, se señaló que la apreciación reciente de la moneda era en todo caso coherente con los fundamentales de la economía chilena, en especial los favorables términos de intercambio de los últimos años. Se agregó que la apreciación del peso seguía siendo una de las más bajas si se comparaba con otras economías exportadoras de productos básicos o con otras emergentes. Se señaló también que, ajustado por paridades de monedas, el valor del tipo de cambio actual no parecía tan bajo. De hecho, los niveles de \$560 a \$580 que están instalados en la discusión de algunos sectores parecen estar más cercanos a los máximos de hace cuatro años y bastante desalineados respecto de los promedios históricos más cercanos a \$500.

Se señaló que la información a la que se refería la prensa, sobre que el nivel del tipo de cambio era el menor de los últimos ocho años, no era cierta para el tipo de cambio multilateral ni tampoco para el TCR. Se indicó que la caída del TCR no se debía tanto a la apreciación del peso, porque como ya se había indicado la debilidad del dólar era un fenómeno global, sino que a las altas inflaciones internas de los últimos meses. Se señaló respecto de esto último, que no podía calificarse tan directamente la caída del TCR como una pérdida de competitividad, toda vez que el aumento de la inflación interna se debía al precio de los alimentos que no eran parte de la estructura de costos para la mayoría de los empresarios. No obstante, se indicó, esta percepción podría

cambiar si la mayor inflación se trasladara, por ejemplo, a los salarios. También se señaló que se debía tener en cuenta que la evaluación de si el TCR estaba o no desalineado respecto de sus fundamentales podía no estar considerando el aumento reciente tanto del precio del cobre como del petróleo, cuyo efecto neto tampoco era fácil de dilucidar.

En cuanto a las implicancias de la apreciación del peso, se señaló que se debía ser cuidadoso con la evaluación que se hiciera respecto de su efecto en la inflación. Por un lado, era posible, en un extremo, que de tratarse solo de un fenómeno de depreciación del dólar ello no tuviera implicancias relevantes en la inflación externa en pesos chilenos, por cuanto los precios en dólares se ajustarían a la par. Esto dependía del origen de los productos y el tipo de contratos que se manejen. En todo caso, se indicó que no era posible establecer por ahora con claridad cuál era el escenario correcto, y que, además, sus implicancias, especialmente respecto del verdadero nivel del TCR y la posible pérdida de competitividad, eran muy distintas. Se indicó que la evolución del tipo de cambio y sus implicancias era un tema de primer orden de importancia y que se debía seguir monitoreando con cuidado.

2. Opciones

Con los antecedentes disponibles, las opciones que se consideraron como más plausibles fueron mantener la TPM en su nivel actual o bien aumentarla en 25 puntos base. La decisión era particularmente difícil porque se conjugaran novedades que, tomadas parcialmente, podían justificar plenamente cualquiera de las dos opciones. La división que había en cada uno de los indicadores de expectativas para esa reunión (distintas encuestas a analistas y a mesas y los propios precios de mercado) daban buena cuenta de la disyuntiva.

La principal justificación para aumentar la TPM era el riesgo inflacionario. El nivel que había alcanzado la inflación no tenía precedente desde la implementación del marco pleno de metas de inflación. La inflación se proyectaba que seguiría aumentando, incluso por encima de lo que esperaba el mercado, en los siguientes meses. Si bien la naturaleza del *shock* inicial que explicaba el aumento de los precios no había cambiado —su origen estaba en el precio de los alimentos tanto perecibles como no perecibles y de la energía—, este *shock* sí se había intensificado y prolongado más allá de lo esperado. El aumento de los precios internacionales del petróleo y del trigo desde el IPoM lo ejemplificaban.

A lo anterior se sumaban factores que aumentaban el riesgo de que el *shock* de oferta que se enfrentaba contaminara la formación de los precios de otros bienes y de los salarios. Entre otros factores, cabía mencionar los siguientes hechos: los *shocks* habían demorado varios meses en traspasarse plenamente al IPC y no se veía aún ninguna reversión, el cuadro de ese momento era de uso pleno de la capacidad, en particular en el mercado laboral, y el tema inflacionario era un aspecto de preocupación en las encuestas de familias, y las expectativas de inflación de empresarios se habían revisado al alza. Se podía incluso argumentar que este riesgo de contaminación ya se estaría materializando si se consideraba: (i) los aumentos de las medidas alternativas de tendencia inflacionaria; (ii) el aumento del número de ítems con incrementos de precios (lo que daba cuenta de aumentos más generalizados); (iii) el nivel y aumento de la inflación de servicios subyacente (que es en principio más persistente); y (iv) el hecho que las medidas de inflación que excluyen energía y alimentos del IPC y del IPCX1 sin alimentos también mostraban alzas importantes, levemente mayores que las proyectadas. Finalmente cabe mencionar que la TPM se ubicaba en el rango bajo de estimaciones de neutralidad.

Sin embargo, también habían elementos que atenuaban el riesgo de que el aumento de la inflación se tornase persistente y elementos de riesgo que por sí mismos podían justificar mantener la TPM hoy. Por el lado de factores que empujaban hacia una menor inflación destacaba la apreciación del peso, que moderaba las presiones inflacionarias en una magnitud que sería comparable al efecto inflacionario de los *shocks* de precios externos conocidos desde el IPoM, aunque probablemente con efectos en plazos que eran distintos (más largos en el caso del tipo de cambio). Asimismo, destacaba el panorama algo más débil de actividad en el corto plazo, que apuntaba a presiones inflacionarias algo menores por este concepto. A ello se sumaba el efecto que podría tener el aumento mismo de la inflación sobre el ingreso de las familias y sus decisiones de consumo. Finalmente, cabía considerar que las expectativas de inflación continuaban bien ancladas y el crecimiento de los salarios no había repetido el fuerte aumento del mes pasado. Respecto del riesgo de inflación de salarios, cabía mencionar la importancia que cobraba el próximo reajuste del sector público como efecto señal para el resto de la economía.

Por otro lado, si bien parecía haber disminuido en lo más reciente, persistía el riesgo de un deterioro más pronunciado del escenario internacional. Ello podría eventualmente involucrar una actividad interna más débil, una caída en precios de bienes primarios, incluidos los de alimentos que son referencia para el IPC, y nuevas bajas de tasas de interés externas, entre otros factores. Podía argumentarse que la mantención de la TPM era la reacción adecuada a un riesgo de probabilidad moderada pero de efectos significativos. Desde el punto de vista

táctico, además, considerando los costos que implica una reversión de signo en las decisiones de política, podía ser prudente esperar más información antes de decidir un aumento de la TPM, especialmente si se estimaba que un escenario externo muy negativo podría hacer recomendable tasas menos elevadas en un futuro no tan lejano.

También había otras consideraciones tácticas que podían ser relevantes para la decisión final. Primero, cualquiera fuera la decisión, era esperable que ella tuviera algún efecto en los precios financieros porque sería en parte inesperada. En este sentido, dada la coyuntura cambiaría al momento de la reunión, podría haber habido argumentos para la mantención. Segundo, en el caso de que se diera el escenario de proyecciones de corto plazo preparado para la ocasión, por encima del entonces esperado por el mercado, era probable que volvieran a surgir discusiones sobre la necesidad de nuevos aumentos. Podría ser recomendable esperar dicho escenario para efectivamente aumentar la TPM. Finalmente, cabía mencionar que el sesgo neutro del último comunicado no proveía una restricción evidente para esta reunión. Sin embargo, considerando que la inflación había sorprendido al alza y los riesgos globales parecían algo menores, se podría argumentar que un alza era relativamente más coherente con la comunicación previa.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en destacar que, aunque se han atenuado, se siguen constatando los efectos de las turbulencias financieras en los mercados financieros internacionales. Destacaron, en este sentido, que las reacciones de los bancos centrales de las principales economías, en especial la Reserva Federal de Estados Unidos, fueron un apoyo importante para la mayor calma que se observaba en los mercados. Algunos Consejeros señalaron que, no obstante, las condiciones financieras eran igualmente menos favorables que antes del inicio de la crisis a mediados de julio. Todos los Consejeros destacaron que permanecía un grado importante de incertidumbre respecto de los efectos que la crisis tendrá sobre el crecimiento mundial. Varios de ellos, indicaron que parecía prudente plantear escenarios alternativos de una mayor desaceleración de la economía mundial, especialmente de Estados Unidos. Algunos de los Consejeros señalaron que en todo caso parecían haberse reducido los riesgos, y que el escenario no mostraba cambios sustanciales respecto de la reunión anterior, aunque sí lo hacía respecto del IPoM de septiembre. Algunos Consejeros indicaron que, dado que las perspectivas de la economía internacional no eran auspiciosas, sus efectos directos en la economía chilena

podrían ser de algo de menor dinamismo y tal vez de una reversión algo más rápida de la inflación de los alimentos.

Todos los Consejeros indicaron que otra novedad importante del escenario externo era la significativa apreciación del dólar estadounidense respecto de todas las monedas que flotan, incluido el peso chileno. Un Consejero llamó la atención que aquellas economías que han depreciado sus monedas a la par del dólar, como China y Argentina, no cuentan con fundamentos que respalden esa depreciación y debería esperarse un ajuste a través de una mayor inflación. Varios Consejeros indicaron que la apreciación del peso también era un elemento que cooperaba a reducir las presiones inflacionarias, pero que había incertidumbre del impacto que pudiera tener una depreciación del dólar en el mundo sobre la inflación internacional. Un Consejero señaló que el mercado había pasado de expectativas mayoritarias de aumento a expectativas mayoritarias de mantención en solo unos pocos días esgrimiendo como factor los movimientos del tipo de cambio, argumento que él descartaba como válido en esta oportunidad.

Varios Consejeros llamaron la atención sobre los altos niveles que han mantenido los precios de los productos básicos, lo que a juicio de algunos de ellos confirmaba la fortaleza del crecimiento en las economías emergentes. Algunos Consejeros señalaron que no podía descartarse que el aumento del precio de los productos básicos fuera más bien el reflejo de la depreciación del dólar.

Todos los Consejeros coincidieron en que, en el frente interno, la actividad daba señales de desaceleración. Agregaron que, si bien esta era explicada principalmente por los sectores ligados a recursos naturales, también alcanzaba a otros sectores como la industria. Algunos Consejeros señalaron que se comenzaba a percibir un cambio en la composición de la demanda interna, con una mayor acumulación de inventarios y una ralentización del crecimiento del consumo privado. Algunos Consejeros indicaron que era posible que a los ya conocidos problemas energéticos se esté sumando el impulso negativo por la caída de ingresos reales que tienen los hogares como resultado del elevado aumento del precio de los alimentos y la energía. Uno de ellos, señaló que ello introducía un sesgo a la baja para la evolución futura del consumo.

Varios Consejeros señalaron que las estimaciones preliminares sugerían que el PIB crecería menos que lo anticipado en el IPoM, llevando a una brecha de producto no recursos naturales menos cerrada que la que se proyectó en el IPoM y un crecimiento del consumo menos dinámico. Varios Consejeros señalaron que este era un elemento que reducía las presiones inflacionarias y algunos de ellos agregaron que otro factor que contribuirá a atenuar presiones inflacionarias era la reducción que había experimentado el ingreso disponible real de los hogares como resultado de la inflación reciente.

Varios Consejeros coincidieron en destacar la continuación de las sorpresas inflacionarias, especialmente por el aumento del precio de los productos perecibles. Destacaron también el incremento en las medidas de tendencia inflacionaria, señalando uno de ellos que esto podría ser evidencia del traspaso a otros precios de la mayor inflación. Un Consejero señaló que la tasa de variación anual del IPC había llegado a niveles que adquirirían una intranquilizante distancia del rango de tolerancia, y que si bien esta mayor inflación seguía respondiendo fundamentalmente a *shocks* en los precios de los alimentos y la energía, las cifras alcanzadas eran superiores a las que se podrían haber anticipado. Varios Consejeros destacaron que los costos laborales habían estabilizado su tasa de crecimiento. Algunos de ellos indicaron que si bien las cifras observadas hasta ahora siguen siendo en lo fundamental congruentes con la meta inflacionaria, la evolución de las remuneraciones en los próximos meses debe ser monitoreada con atención por sus implicancias para la inflación proyectada. Otro de los Consejeros agregó que los costos laborales han tendido más bien a estabilizarse lo cual significa que si bien ya dejaron de ser un factor benigno para la inflación tampoco han contribuido, hasta ahora, a agravar el panorama inflacionario.

Un Consejero agregó que la persistencia de estas sorpresas y los posibles efectos de segunda vuelta son todavía una incógnita. Señaló que, aunque hasta ahora los indicadores de salarios no muestran sorpresas, a futuro habrá que monitorear si estos se aceleran más allá de lo que predecirían los parámetros históricos de rezagos respecto del IPC. Al respecto, agregó que sería deseable que el próximo reajuste de remuneraciones del sector público no renuncie a considerar la inflación futura en vez de la pasada, ya que la consecuencia sobre la persistencia de los efectos de segunda vuelta sobre la inflación y por lo tanto sobre el curso futuro de la política monetaria son significativamente diferentes.

Varios Consejeros señalaron que las noticias acumuladas en el último mes otorgaban buenos fundamentos para inclinarse tanto por la mantención de la TPM como por aumentarla en 25 puntos base. Asimismo, varios Consejeros plantearon que se inclinaban por mantener la TPM considerando que todavía existía bastante incertidumbre sobre la evolución del escenario externo, lo que era, a su juicio, un elemento poderoso para esperar a ver la evolución de los acontecimientos. Se agregó que también existía una buena dosis de incertidumbre sobre la forma cómo evolucionará el ciclo interno. Un Consejero señaló además que luego de tres alzas consecutivas de la TPM, que acumulan ya 75 puntos base y cuyos efectos estaban en pleno desarrollo, parecía prudente esperar y contar con nuevos antecedentes antes de decidir el próximo movimiento.

Varios Consejeros coincidieron en que el gran riesgo actual era la posibilidad de que, dada la continuación de las sorpresas inflacionarias, las expectativas

de inflación de mediano plazo se ubicaran significativamente por sobre la meta. Estos Consejeros coincidieron, además, en que en un escenario de estas características sería necesario actuar con severidad para revertirlo.

Un Consejero indicó que las noticias de las últimas semanas conformaban un panorama nada de simple desde el punto de vista de las decisiones de política monetaria, toda vez que sus implicancias podían ser muy distintas dependiendo del efecto que dominara en el mediano plazo, por lo que se requería una detenida evaluación de los riesgos. En su opinión, en esta oportunidad tenían mayor importancia las novedades con implicancia a mediano plazo, como la menor actividad y nivel del tipo de cambio, por ser las que se debieran mirar con más cuidado en el esquema de metas de inflación.

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 5,75%.