

# Reunión de Política Monetaria

NOVIEMBRE 2007

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

### Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 115 celebrada el 13 de noviembre 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 la señora Ministro de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart Herrera.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle; el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali; el Gerente de División Estudios Subrogante, don Igal Magendzo Weinberger; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic; el Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva; 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

En octubre la inflación mensual del IPC había sido menor que los meses inmediatamente anteriores, destacando que los precios de algunos alimentos no percibibles comenzaban a reducir sus tasas de crecimiento. Pese a esto, persistía un escenario de inflación anual muy por sobre lo anticipado en el *Informe de Política Monetaria* (IPoM), tanto porque el precio del petróleo había aumentado en las últimas semanas como porque el dato de octubre había estado en parte afectado por caídas de precios en ítems relativamente volátiles, las que podrían revertirse más adelante. A su vez, el crecimiento de la actividad

en el tercer trimestre y, solo por este efecto, también el del año, se estimaban menores que lo previsto en el IPoM. El Imacec de septiembre, acentuando la debilidad de meses anteriores, había tenido el menor crecimiento del año. Era difícil precisar cuánto de este menor incremento respondía a un debilitamiento genuino de la actividad y cuánto a un bajo número de días trabajados en el mes. Por el lado de la demanda interna, los indicadores sugerían que se mantiene el dinamismo de la inversión mientras el del consumo se había reducido. En todo caso, la información hasta ese momento disponible parecía apuntar a que las holguras de capacidad serían mayores que lo previsto en el IPoM. En el escenario internacional, en tanto, los riesgos globales se habían vuelto a acentuar, retomando fuerza los temores respecto de las repercusiones de la crisis en el sistema financiero y la actividad mundial, al mismo tiempo que el dólar de los EE.UU. había continuado depreciándose frente a la mayoría de las monedas del mundo y el precio del petróleo WTI había aumentado hasta niveles cercanos a US\$100 el barril. Además, se preveía un menor dinamismo de las economías industrializadas. Lo anterior configuraba un panorama externo relevante para la economía chilena que, aunque se mantenía positivo, presentaba mayores riesgos de un escenario internacional adverso. En los mercados financieros nacionales destacaba el cambio en las expectativas respecto de la evolución de la tasa de política monetaria (TPM) que se había producido tras la publicación de los datos de actividad e inflación de comienzos de noviembre, con lo que el mercado mayoritariamente no anticipaba nuevas alzas de la TPM en lo que restaba del año. Las expectativas de inflación a mediano y largo plazo se habían mantenido ancladas en torno a 3% anual, lo que era coherente con un aumento transitorio de la inflación.

En el plano externo, se reforzaban las expectativas de una desaceleración en el crecimiento mundial, a pesar de que las cifras conocidas del tercer trimestre para las economías desarrolladas habían sido favorables. En Estados Unidos, esta percepción más desmejorada se debía de manera importante a un recrudecimiento de las preocupaciones respecto de los alcances de la crisis *subprime*, ante los resultados negativos de instituciones financieras, que se sumaban a la menor liquidez y a las mayores exigencias en el otorgamiento de créditos. Si bien aún era difícil aventurar una cifra definitiva para las pérdidas totales que se podrían derivar de la crisis *subprime*, al encontrarse esta aún en pleno desarrollo, en el mercado se tenían estimaciones de entre US\$200 mil millones y US\$1 billón. Todo ello había llevado a un descenso significativo en los indicadores de confianza de dicha economía. Frente a este escenario, la Reserva Federal había decretado a fines de octubre un nuevo recorte, esta vez de 25 puntos base, en su tasa de política monetaria y había inyectado liquidez adicional al mercado con posterioridad a la medida. El mercado seguía ajustando sus perspectivas, previendo que la Reserva Federal volverá a reducir

sus tasas en diciembre del 2007 en igual magnitud. En tanto para la Zona Euro y Japón, se mantenían las perspectivas de movimientos en las tasas de política, esperándose que el Banco Central Europeo mantuviera la tasa hasta fines del 2008 y que el Banco de Japón la elevara en 25 puntos base el primer trimestre del próximo año.

Las tasas de interés de largo plazo en dólares acumulaban una caída en torno a 35 puntos base en el último mes, cerca de 20 puntos base en euros y yenes. En este contexto, el dólar había continuado depreciándose, alcanzando en términos multilaterales una pérdida superior a 2% en igual período y 10% acumulado en lo que iba del año. Los mercados emergentes y de títulos de mayor riesgo estaban recogiendo también el incremento en las preocupaciones, lo que se reflejaba en un aumento importante en la volatilidad, en particular en los días previos a la reunión. Destacaba, asimismo, el aumento significativo en los premios por riesgo, cercano a 30 puntos base para el EMBI Global, comparado con la reunión del mes anterior, y de empresas de baja clasificación de riesgo en EE.UU., que habían aumentado en torno a 80 puntos base.

En materia de productos básicos, destacaba el aumento de casi 20% en el precio de los combustibles desde principios de octubre, impulsado por el incremento de riesgos geopolíticos y los bajos niveles de inventarios de combustibles para calefacción en EE.UU. en el inicio de la temporada invernal, en un contexto de demanda fuerte y depreciación del dólar. El precio del petróleo era ligeramente menor que US\$100 el barril en los días previos a la reunión. El precio del cobre había caído algo menos de 10% en el mes, por perspectivas de menor actividad en EE.UU. y coincidiendo con el aumento de los inventarios de este metal en bolsa.

En los mercados financieros nacionales resaltaba el cambio en las expectativas respecto de la evolución de la TPM que se había producido tras la publicación de los datos de actividad e inflación a comienzos de noviembre. Ello había implicado que el mercado anticipaba que no habrían nuevos movimientos de la TPM en lo que restaba del año (antes preveía un aumento de 25 puntos base), comportamiento que se deducía tanto de los precios de los activos financieros como de las distintas encuestas a operadores financieros y analistas. Aún más, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de noviembre preveía que no habrían movimientos de la TPM durante todo el 2008 y solo esperaba un aumento de 25 puntos base durante el 2009.

La tasa de crecimiento anual del crédito se mantenía relativamente estable, con un mayor dinamismo del crédito para la vivienda y uno relativamente menor del de consumo, en línea con lo que se observaba en los meses anteriores.

Los resultados de la encuesta de condiciones crediticias del tercer trimestre mostraban que las instituciones bancarias habían restringido los estándares de aprobación de créditos para la mayoría de los segmentos, alcanzando inclusive a las grandes empresas. La demanda, en tanto, mantenía su crecimiento, aunque en los créditos de consumo se detectaba un cierto debilitamiento. Los agregados monetarios, en tanto, mostraban tasas de crecimiento anual algo mayores que las del mes anterior, pero con velocidades de expansión que se reducían levemente.

El tipo de cambio nominal, por su parte, había oscilado durante el último mes en torno a \$500 por dólar. No obstante, en lo más reciente, el peso chileno se había depreciado respecto del dólar y de la generalidad de las otras monedas respondiendo a las noticias de actividad e inflación y sus implicancias sobre la trayectoria esperada de la TPM. Con esto, al cierre de la minuta la paridad peso/dólar estaba en un nivel 0,9% superior al que se registraba al momento de la reunión de octubre. Considerada una canasta más amplia de monedas (TCM) dicha variación era de 2,6% y excluido el dólar de dicha canasta (TCM-X) era de 2,4%. El tipo de cambio real (TCR), a su vez, se estimaba se había ubicado en 91,8 en octubre (1,8% menor al valor de septiembre).

El Imacec de septiembre había aumentado 2,8% anual (4,4% considerando el efecto calendario de dos días hábiles menos), valor por debajo tanto de la proyección considerada en la reunión de octubre como de lo esperado por el sector privado. Por sectores, la mayor actividad de minería y la mantención del dinamismo de transporte y comunicaciones habían sido, en gran medida, compensados por el negativo aporte de electricidad, gas y agua (EGA) e industria, a lo que se sumaba el magro desempeño del comercio —en línea con el bajo crecimiento que habían tenido los indicadores mensuales de consumo—. El crecimiento de la actividad de septiembre, aunque era bajo en relación con los meses anteriores y especialmente con el primer semestre del año, no era, en sí mismo, un indicador a partir del cual pudieran extraerse tendencias para la evolución de la actividad en los meses siguientes. Si bien se contabilizan solo dos días hábiles menos respecto de igual período del año anterior, en la práctica era posible incluso plantear que el número de días trabajados había sido menor, dada la extensión de la celebración de fiestas patrias, con lo que el efecto calendario podría haber sido mucho mayor que lo inicialmente estimado. El número de horas trabajadas en el mes apoyaba esa evaluación. De hecho, el número de horas que se había trabajado en septiembre era comparable a lo que se trabajaba en promedio durante enero y febrero, lapso en que la mayor parte de los trabajadores hace uso de su período de vacaciones. Se estimaba que cada día hábil menos de trabajo tiene un impacto del orden de 0,5 punto porcentual sobre la actividad del mes.

En suma, considerando el promedio de los Imacec publicados, se estimaba que en el tercer trimestre la actividad había crecido 3,8% anual, la menor tasa del año, lo que se preveía confirmaba la materialización del riesgo contemplado en el último IPoM de una actividad con un crecimiento menor al considerado en el escenario base. En todo caso, gran parte de la desaceleración del trimestre se explicaba por el débil desempeño de sectores ligados a recursos naturales —minería, pesca y EGA—, aunque también alcanzaba a otros sectores como industria y comercio. De esta forma, el crecimiento de la segunda mitad del año se estimaba sería inferior al que se había verificado en la primera mitad del 2007, con lo que se preveía que el incremento anual del PIB para el año estaría por debajo del rango de 5¾-6¼% que se había proyectado en el escenario base de septiembre. La información entonces disponible parecía apuntar a que las holguras de capacidad eran mayores que lo previsto en el IPoM.

Siguiendo la tónica de la actividad, en septiembre los indicadores de consumo privado habían tenido tasas de crecimiento anual inferiores a las del mes anterior y a las del segundo trimestre del año. El nivel del consumo, a su vez, luego de dos años de crecimiento significativo, se había estabilizado desde mediados de año y los riesgos a la baja respecto de su evolución se habían acentuado. Algunos de sus determinantes se apreciaban menos favorables: las condiciones crediticias eran más restrictivas, el crecimiento del empleo perdía dinamismo y el ingreso real de los privados se había deteriorado, producto del alza temporal de la inflación y el menor crecimiento. A ello se podía agregar que los indicadores de expectativas de los consumidores se ubicaban en niveles más pesimistas que a comienzos de año. Todo lo anterior configuraba un panorama en que el riesgo de que el consumo privado no retomara dinamismo en el cuarto trimestre, había aumentado. No obstante, existían argumentos que matizaban este riesgo, en particular que las importaciones de bienes de consumo habían seguido mostrando un crecimiento importante en la segunda mitad del año, más allá de una relativa moderación en septiembre. Se estimaba que en el escenario más probable, durante el cuarto trimestre el consumo retomaría tasas de crecimiento algo mayores que en el trimestre anterior. Por el lado de la inversión, se habían acumulado algunos datos favorables en el último mes. Las importaciones de bienes de capital de octubre habían tenido un aumento importante respecto del mes anterior, manteniéndose en niveles elevados. A su vez, el catastro de inversión de la CBC de septiembre reflejaba incrementos significativos en la inversión total para el trienio 2007–2009. Las correcciones para el año corriente en su conjunto eran relativamente leves, principalmente con un cambio en el perfil de la ejecución entre los trimestres. Para el 2008 y 2009, en cambio, las correcciones eran más importantes, promediando aumentos del orden de 35% anual. Por el lado del comercio exterior, a los ya mencionados incrementos de las importaciones de bienes en octubre, se había sumado una recuperación importante de las exportaciones mineras e industriales.

En el mercado laboral se observaba que el empleo total seguía creciendo a tasas anuales cercanas a 3%, aunque con una velocidad de expansión próxima a cero. El cambio de composición del empleo continuaba, con un empleo asalariado que crecía cerca de 5% anual y un empleo por cuenta propia que por segundo mes consecutivo tenía una variación negativa (-1,1% anual). Sobre el desempleo, los datos de septiembre mostraban por tercer mes consecutivo un incremento de la tasa de desempleo que, eliminada estacionalidad, había avanzado hasta 7,0% (+0,2 punto porcentual respecto del mes previo), acumulando un aumento de 0,7 punto porcentual desde el trimestre móvil terminado en junio. Este mayor desempleo se daba en un contexto donde la fuerza de trabajo seguía aumentando, alcanzando la mayor variación de los últimos dos años (2,3% anual). Esta mayor fuerza de trabajo, se estimaba, generaba holguras en el mercado laboral, aliviando presiones en el aumento de los salarios. Los datos de la Asociación Chilena de Seguridad (AChS) mostraban que el empleo seguía creciendo a tasas anuales elevadas (7,4% en septiembre). Por su parte, los datos reportados por la encuesta de ocupación y desocupación de la Universidad de Chile entregaban un panorama en que la tasa de desempleo desestacionalizada del Gran Santiago se había mantenido constante entre junio y septiembre, distinto a lo que se obtenía del INE en que se observaba un descenso en igual período. Para el empleo ambas encuestas arrojaban un panorama similar, con tasas de variaciones anuales de la ocupación que prácticamente se mantenían entre junio y septiembre, aunque en niveles diferentes.

En septiembre los salarios nominales habían tenido un aumento moderado en su tasa de variación anual, mientras el crecimiento de los costos laborales unitarios (CLU) se había reducido. El índice de remuneraciones (IREM) había crecido 8,2% anual (8% en agosto) y el costo de la mano de obra (CMO) 5,9% (5,7% en agosto). Los salarios nominales de la AChS mostraban un fuerte incremento respecto del mes anterior: 7,3% anual (5,6% en agosto), siendo los salarios del sector construcción los que más crecían. El IREMx y el CMOx —que excluyen EGA, minería, servicios comunales, sociales y personales— exhibían incrementos similares a los del mes anterior, con tasas de variación anual de 7,6 y 6%, respectivamente. En términos reales, el IREM y el CMO registraban descensos relevantes en sus tasas de crecimiento anual, dado el alto registro de inflación de septiembre, llegando a 2,2 y 0%, respectivamente. La tasa de crecimiento de los CLU se había moderado, pasando de 3,9 a 2,2%. En este cambio incidía el aumento de la productividad medida, asociado a la ya comentada reducción de las horas trabajadas en septiembre.

En octubre el IPC había tenido una variación mensual de 0,3%, cifra de 0,2% para el IPCX y de 0% para el IPCX1. Así, el incremento en doce meses del IPC llegaba a 6,5%, mientras el del IPCX e IPCX1 alcanzaba a 5,1 y 5,7%,

respectivamente. La velocidad trimestral del IPCX1, en tanto, seguía aumentando en octubre, aunque en términos mensuales se revertía parcialmente el aumento de los meses previos.

Otras medidas de tendencia inflacionaria registraban movimientos mixtos. En efecto, las medias podadas continuaban con la trayectoria creciente de los meses previos. En particular, las medias podadas MPG y MPA crecían en torno a 5% anual, mientras el TMVC alcanzaba a 3,6% anual. Por su parte, tanto el IPC que excluye los precios de la energía y los alimentos como el IPCX1 sin alimentos registraban descensos, aunque moderados, en sus tasas de variación anual, llegando a 2,0 y 2,8%, respectivamente. Asimismo, en octubre se había mantenido estable la variación anual del IPC de bienes y disminuía levemente la variación del IPC de servicios, ambas medidas en su versión subyacente.

Las expectativas de inflación no habían tenido cambios significativos respecto del momento de la reunión anterior, manteniéndose cercanas a 3% anual para el horizonte de política monetaria. Sin embargo, entre la reunión anterior y fines de octubre habían presentado incrementos importantes, especialmente las de plazos más inmediatos, que se revertieron total o parcialmente tras conocerse el IPC de octubre, el que resultó menor que lo esperado por la generalidad del mercado financiero. En el caso de la EEE de noviembre, el principal cambio era un aumento de la inflación esperada para diciembre del 2008 desde 3,3 a 3,4% anual. A uno y dos años plazo, las expectativas se mantenían en 3,5 y 3,0% respectivamente. La encuesta a los operadores de mesas de dinero preveía una inflación a un año plazo de 3,60% (3,55% en octubre), la que a dos años se ubicaba en 3,35% (3,25% en octubre). Por último, las medidas indirectas de expectativas de inflación que se derivan de los precios de los activos financieros se ubicaban en niveles similares a los de la reunión de octubre para el mediano plazo, pero aumentaban a plazos mayores. Así, la compensación inflacionaria de 1 en 1 alcanzaba a 2,85% anual (3,07% en octubre) y la de 3 en 2 se ubicaba en 3,45% (3,31% en octubre). Por su parte, la compensación 5 en 5 aumentaba a 3,33% desde 3,18% el mes anterior.

## 1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió acerca de los factores detrás del aumento que el precio del petróleo había mostrado en lo más reciente. Se indicó que este aumento era fruto de la precaria situación de los inventarios. Se agregó que, en ese contexto de bajos inventarios, era posible que el precio del petróleo se volviera más reactivo a cualquier factor exógeno, como por ejemplo tensiones geopolíticas. Se señaló que se debía ser cuidadoso con la lectura del efecto de estos cambios de precios sobre la inflación de entre 12 y 24 meses, pues más importante era la

dinámica de la trayectoria del precio del petróleo que los niveles en sí mismos. En particular, porque, pese a que el aumento reciente implicaba un escenario de mayores precios en el corto plazo, el escenario de precios de mediano plazo no tenía cambios considerables respecto del considerado en el IPoM, lo que implicaba que, de darse tal escenario, el efecto negativo sobre la inflación, en la transición hacia precios menores, podría ser significativo.

Se discutió acerca del incremento que habían mostrado los premios soberanos de economías emergentes. Se indicó que el aumento de las preocupaciones por la crisis financiera había incrementado nuevamente los premios por liquidez a nivel global, afectando la diferencia entre las tasas de interés de corto y mediano plazo —*swap spread*— lo que había provocado, por sí solo, aumentos en algunas medidas del premio soberano. Se señaló que, ante mayores temores por una crisis de liquidez, era esperable que las economías con fundamentales menos sólidos se vieran afectadas, lo que no parecía ser el caso chileno, dado el superávit fiscal y la sólida posición externa actual. Se señaló, de hecho, que medido por el *credit default swap* (CDS), el riesgo soberano chileno no había tenido cambios en las últimas semanas, a diferencia de lo que se apreciaba en los CDS de otras economías de la región.

Se discutió acerca del efecto que una apreciación del peso pudiera tener sobre la inflación y la política monetaria. Se señaló que, teóricamente, el impacto de una caída en el tipo de cambio nominal dependía de la persistencia de la misma, por lo que era posible plantear diversos escenarios según fuera la duración y la magnitud del ajuste de la paridad nominal. De esta forma, *ceteris paribus*, mientras más persistente fuera la apreciación del peso mayor sería su impacto en la inflación y sus implicancias para la política monetaria más importantes. Se indicó que, en todo caso, de eliminar la condición de *ceteris paribus*, el efecto de una apreciación del peso era menos claro y se debía tener en cuenta, por ejemplo, lo que sucedía con los precios externos en dólares que podían, por sí solos, compensar la menor paridad. Se agregó que, de cualquier modo, este era un tema que se debía seguir monitoreando con cuidado.

Se discutió acerca de la evolución de algunos componentes de la demanda interna, en especial el consumo y la acumulación de existencias. Se señaló que el consumo estaba dando señales de un menor dinamismo, en particular con niveles que se mantenían estables desde mediados de año. Se indicó que, aunque era difícil determinarlo con relativa exactitud, era posible plantear que el aumento del precio de los alimentos, por su efecto en el ingreso, fuera un factor importante de este menor dinamismo. Respecto de las existencias, se indicó que existían dudas respecto de la representatividad de las cifras, en particular porque aún estaban sujetas a revisiones metodológicas que podrían

modificar las estimaciones actuales. Se agregó que, de todos modos, no podía descartarse la hipótesis de que las existencias habían aumentado, lo que, en un contexto de desaceleración de la demanda, tiene implicancias relevantes sobre la evaluación del ciclo económico.

Se discutió acerca del efecto que el aumento del precio de los alimentos había tenido a nivel global sobre la inflación de distintas economías. Se destacó que en varios países se veía un aumento de inflación de alimentos y total comparable al caso chileno, como en China, Brasil, Perú, República Checa, Polonia, entre otros. Ello daba una visión de que el aumento de la inflación que se había observado en Chile no era un fenómeno aislado. Se destacó también, que, al igual que en Chile, otras economías estaban siendo afectadas por shocks idiosincrásicos, como el caso de China en que el efecto en el precio de los alimentos de una enfermedad de los porcinos era comparable al de las heladas en Chile. Se agregó también que era importante destacar que los alimentos que habían subido de precio eran los de mayor ponderación en el IPC y que, además, la ponderación de los alimentos en la inflación chilena era mayor que en países desarrollados.

## 2. Opciones

Con los antecedentes disponibles para la reunión, las opciones que parecían plausibles eran mantener la TPM en su nivel actual o bien aumentarla en 25 puntos base.

La información de los últimos meses había ido exacerbando el dilema que enfrentaba la política monetaria. Por una parte, la inflación anual se había ido elevando en el transcurso del año y, por otra parte, había signos de debilitamiento de la actividad y del consumo durante el tercer trimestre, cuya persistencia era aún incierta. La principal justificación para aumentar la TPM en la reunión, al igual que en anteriores ocasiones, continuaba siendo el riesgo de persistencia del fenómeno inflacionario. Si bien los precios de algunos alimentos no perecibles —cuyo aumento durante los últimos meses fue mucho más persistente e intenso que lo previsto en el último IPoM— habían comenzado a reducir sus tasas de incremento, se sumaban ahora aumentos inesperados y de magnitudes importantes en los precios de los combustibles, en línea con sus precios externos de referencia. La persistencia y eventual intensificación de aumentos en el precio internacional del petróleo constituía un riesgo importante al alza para la inflación. Cabía señalar que las medidas de tendencia inflacionaria que excluyen los ítems que más han variado o los más volátiles también habían continuado aumentando, ubicándose en los niveles más elevados desde el 2001.

También se podía argumentar en favor de un aumento de la TPM para reducir los riesgos de posibles efectos de propagación que hicieran peligrar la consecución de la meta de inflación en el horizonte de política. En primer término, a los fuertes aumentos de salarios reportados por el INE en julio —pero que no se repitieron en agosto y septiembre— se habían sumado aumentos en los salarios reportados por la AChS en septiembre. En segundo lugar, en el curso del último mes, algunas medidas de expectativas de inflación a uno y dos años plazo habían tenido, aunque transitoriamente, un incremento importante, llegando por unos días a niveles que no parecían ser coherentes con la meta de inflación. Estas expectativas seguramente se habían visto afectadas al alza por los elevados registros de inflación de los meses previos a octubre y el aumento del precio de los combustibles. En este contexto, subir la TPM en la reunión podría entenderse como una medida preventiva, que reafirmaba el compromiso del Banco Central con la meta, y serviría para reducir la probabilidad de aumentos adicionales en las expectativas de inflación del mercado, los que, por sí mismos, pudieran requerir de acciones de política monetaria. Por último, cabía mencionar que la TPM se estimaba estaba en la parte baja de un rango de estimaciones para su valor neutral.

Sin embargo, existían elementos que apuntaban a que era posible que la inflación volviera al nivel meta dentro del horizonte de política, sin que fuera necesaria un alza de la TPM en la reunión. Destacaba el panorama de holguras menos estrechas durante el tercer trimestre del año. Si bien la lectura del último dato de Imacec estaba sujeta a incertidumbre por el número de días (o de horas) efectivamente trabajados en dicho mes, se corroboraba el menor dinamismo del tercer trimestre y se intensificaba el riesgo de que la actividad fuera incluso menos dinámica de lo que se recogía en las proyecciones de corto plazo, no solo para los sectores ligados a los recursos naturales, sino también para la industria y el comercio. El consumo, en particular, había perdido dinamismo desde mediados de este año, seguramente afectado por condiciones crediticias más restrictivas por el lado de la oferta (según la encuesta de condiciones crediticias del tercer trimestre), un crecimiento casi nulo del empleo total y el deterioro del ingreso de los privados en términos reales, derivado en gran medida de los aumentos de precios de alimentos y combustibles. Las mayores holguras se evidenciaban también en el aumento del desempleo reportado por el INE en los últimos datos, en un contexto de casi nula creación de empleo junto con aumentos en la fuerza de trabajo.

Además, podría argumentarse que no existía evidencia aún que favoreciera el argumento de subir la TPM como medida preventiva de efectos de segunda vuelta que hicieran peligrar la meta de inflación, dado que estos aún no eran visibles en la información disponible. La inflación mensual de octubre había

sido menor que la de los meses previos, sorprendiendo al mercado por lo baja. Varias medidas alternativas de inflación subyacente mostraban reversiones en su tasa de expansión anual, en línea con el panorama previsto de normalización gradual. De hecho, las distintas medidas de expectativas de inflación, aunque con el comentado incremento preocupante de algunas de ellas en el mes, se encontraban ancladas en torno a 3% a todos los horizontes relevantes. Por otra parte, como también se había señalado, las medidas de salarios reportadas por el INE no habían vuelto a aumentar de forma considerable su tasa de variación, como ocurrió en julio, y no evidenciaban reajustes más allá de las cláusulas habituales de indexación.

A lo anterior se sumaba que en el escenario internacional los riesgos globales adversos para la actividad se habían vuelto a acentuar en el último mes, retomando fuerza los temores respecto de las repercusiones de la crisis *subprime* en el crecimiento mundial, a lo que se sumaba el reciente aumento en el precio internacional del petróleo. Como se había mencionado antes, un deterioro más pronunciado del escenario internacional podría eventualmente involucrar una actividad interna más débil, una caída en los precios de los productos básicos, incluidos los de alimentos que son referencia para el IPC, y nuevas bajas en las tasas de interés externas, entre otros factores. Podría argumentarse que mantener la TPM era la reacción a un riesgo cuya probabilidad había aumentado y cuyos efectos serían significativos.

También existían, como era habitual, consideraciones tácticas. En primer término, se debían considerar los costos que podría implicar una reversión en el corto plazo del signo de las decisiones de política. Esto, especialmente porque el menor dinamismo del consumo y la actividad podrían ser más persistentes, llevando a incrementos en las holguras de capacidad y menores presiones inflacionarias. En este contexto, podía ser prudente esperar más información, antes de decidir un aumento de la TPM, especialmente a la luz de las cifras de actividad y consumo de septiembre que, si bien de difícil lectura, eran magras. Segundo, el mercado esperaba casi en su totalidad una mantención de la tasa en esa oportunidad. Un aumento de la TPM podría tener efectos indeseables sobre los precios de los activos financieros y la volatilidad de los mismos, en un contexto de alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Tercero, subir en esta ocasión podría llevar a confusión, dado que la TPM no se aumentó el mes pasado, cuando los últimos registros disponibles en ese momento de inflación e Imacec eran mayores que los últimos registros disponibles para esta reunión.

### 3. Decisión de política monetaria

---

En el frente externo, varios Consejeros indicaron que los antecedentes de las últimas semanas apuntaban a un panorama menos auspicioso, reafirmando las expectativas de desaceleración, particularmente en Estados Unidos, no obstante las buenas cifras del tercer trimestre. Además, señalaban que los mercados financieros y, en particular, los mercados de crédito seguían reflejando un importante grado de incertidumbre, la que incluso se había intensificado en lo más reciente, pese a las intervenciones de los bancos centrales. A juicio de un Consejero los recientes ajustes habían surgido del reconocimiento de algunas instituciones financieras de que las pérdidas asociadas a la crisis hipotecaria *subprime* eran mucho mayores que lo anteriormente anunciado y se esperaba que ello se acentuara en los próximos trimestres. Otro Consejero destacó que el dólar siguió depreciándose frente a la mayoría de las monedas, alcanzando su máximo nivel de los últimos veinte años.

Algunos Consejeros notaron que en EE.UU, había una mayor preocupación por la inflación, dada la combinación de aumentos en el precio de los alimentos y de los combustibles junto con la depreciación del dólar, mientras en la Zona Euro los dos primeros factores más que compensaban la apreciación del euro y resultaban en un aumento de la inflación.

Varios Consejeros destacaron la sorprendente fortaleza del precio de las materias primas, en particular el petróleo, que había bordeado cerca de US\$100 el barril. Algunos Consejeros mencionaron, además, que el precio del cobre había bajado respecto del nivel observado en la última reunión, pero que se encontraba por sobre los niveles proyectados en el último IPoM y las perspectivas seguían apuntando hacia niveles elevados.

Respecto de las economías emergentes, un Consejero señaló que había dos aspectos a destacar: i) las que eran financieramente más vulnerables habían visto aumentar sus primas de riesgo soberano por un menor apetito por riesgo, Chile, sin embargo, no había sido afectado por este fenómeno a juzgar por la valoración de los CDS; ii) el aumento de los precios internacionales de los alimentos había impactado con relativa mayor fuerza a la inflación de las economías donde éstos tienen una mayor ponderación en las canastas respectivas, en general se trata de economías menos desarrolladas y la economía chilena era un caso más al respecto, a la que además se le debía sumar el impacto de un año climático anormal.

Varios Consejeros indicaron que, en vista de que los indicadores de actividad habían mostrado una desaceleración en el tercer trimestre, lo más probable

era que el crecimiento del 2007 estuviera algunas décimas por debajo de lo proyectado previamente y, por tanto, que las holguras de capacidad resultaran mayores a lo anticipado en el IPoM. Sin embargo, algunos Consejeros acotaron que era aún prematuro evaluar si la desaceleración de la actividad de septiembre era un fenómeno puntual ligado a los días trabajados o si había un cambio de tendencia. Varios Consejeros señalaron que lo anterior coincidía con una desaceleración del consumo privado, explicado, esencialmente, por un menor crecimiento del ingreso disponible privado, afectado a su vez por el *shock* inflacionario. A juicio de un Consejero la caída del ingreso privado real disponible entre el segundo y tercer trimestre era lo más llamativo en el ámbito interno. Con todo, algunos Consejeros destacaron que el débil desempeño del consumo contrastaba con la inversión, que se mantenía dinámica.

Según un Consejero los antecedentes del mercado laboral apuntaban a un panorama en que las holguras de capacidad se habían ampliado en el tercer trimestre. Una muestra de ello era que las tasas de desempleo desestacionalizadas habían aumentado por tercer mes consecutivo en el trimestre terminado en septiembre. Sin embargo, otro Consejero argumentó que persistía una relativa estrechez en el mercado laboral y que si bien los salarios nominales habían aumentado, su reacción no parecía dar completa cuenta de las condiciones de este mercado. El diagnóstico en esta materia, no obstante, variaba según los indicadores utilizados y variaba también de un sector económico a otro.

Algunos Consejeros indicaron que los salarios nominales se habían acelerado dentro del rango que cabría esperar dada la elevada inflación de los últimos meses, no existiendo evidencia de que los efectos de segunda vuelta sobre ellos eran diferentes de su rezago histórico respecto de la inflación. Varios Consejeros advirtieron que los efectos de segunda vuelta podrían ser superiores a lo histórico si la negociación en curso del sector público considerara la inflación pasada, transitoriamente elevada, en vez de la futura.

A juicio de algunos Consejeros la principal fuente de preocupación en el frente interno seguía siendo la inflación, cuya variación anual estaba bastante por arriba del rango de tolerancia contemplado en el marco de política y de lo proyectado en el último IPoM, la cual se preveía que se mantendría elevada por varios meses. Ello por el efecto de las alzas ya observadas en los precios de los alimentos y la nueva alza en el precio de los combustibles. Un Consejero señaló que esta preocupación, según se desprendía de encuestas especializadas, era ampliamente compartida por empresarios y consumidores.

En todo caso, varios Consejeros destacaron que la evidencia más reciente, a partir del IPC de octubre en que hubo un registro mensual bajo y menor a lo

proyectado tanto por el mercado como por el Banco, apuntaba a una suavización de presiones inflacionarias, particularmente si se usaban medidas de inflación que excluyen los costos de la energía y de los alimentos.

Un Consejero agregó que existían riesgos sobre los cuales había que mantener especial atención en los meses venideros. Se debía ser particularmente cuidadoso en prever qué ocurriría si los precios de los alimentos caían o al menos dejaban de subir. En la actual coyuntura era muy probable que el consumo pudiera estar desacelerándose producto de la caída del ingreso real de los hogares que se produce por el alto precio de los alimentos. De manera que si bien, mecánicamente y como efecto de primer orden la caída del precio de los alimentos debería reducir la inflación, un aumento del ingreso y del consumo podrían generar presiones de precios de los otros bienes y servicios que hoy aparecen bien contenidos.

Varios Consejeros señalaron que las expectativas de inflación consideraban que la mayor inflación actual era transitoria y que volvería a estar en torno a 3% anual antes de dos años. A este respecto, un Consejero indicó que, sin embargo, existía un riesgo que también debía considerarse, toda vez que la inflación anual podría mantenerse elevada por un tiempo mayor al que esperaba el sector privado y además en niveles que también podrían ser más altos. Dada la corrección de expectativas que suele hacer el sector privado con cada nueva información, no podía descartarse que existiera algún riesgo de desanclaje más adelante. Señaló que, si bien se trataba de un evento que aún no ocurría, había que monitorear con cuidado.

A juicio de varios Consejeros era de gran preocupación que las alzas en los precios de los combustibles y los altos registros de inflación anual de los últimos meses no se propagaran más que lo habitual a otros precios y a los salarios. Otro Consejero añadió que, en todo caso, aún no existía evidencia de efectos de segunda vuelta de *shock* inflacionario más allá de lo habitual, que las expectativas de inflación se mantenían ancladas y el mercado esperaba en forma virtualmente unánime la mantención de la tasa de política monetaria en esa ocasión lo que sugería que la decisión de mantener no tensionará las expectativas de inflación.

Para un Consejero la decisión sobre la TPM, al igual que en el mes pasado, se enfrentaba al dilema de una inflación elevada y persistente, acompañada de un debilitamiento de la actividad y el consumo. Además, señaló que la decisión de la reunión anterior había sido de mantener inalterada la TPM en espera de mayor información, particularmente en tres planos: la evolución del escenario externo; la evidencia de propagación a otros precios del *shock* inflacionario; y en tercer lugar la evolución de las brechas de capacidad. Agregó que, si bien la



evolución de la actividad internacional llevaba a privilegiar la cautela, el alza del precio del petróleo aumentaba los riesgos de la inflación interna.

A juicio de algunos Consejeros los argumentos para elevar la TPM se compensaban con la evidencia que apuntaba hacia una mayor brecha de producto que podían resultar más persistentes por los efectos en la actividad interna de los aumentos recientes en los precios de los combustibles y por una eventual desaceleración más pronunciada de la economía mundial.

Un Consejero indicó que el último registro de inflación, sumado a un Imacec por debajo de lo esperado y un tipo de cambio más apreciado que en último IPoM, eran novedades que, corregidas por factores específicos, apuntaban a menores presiones inflacionarias en el margen, aunque el impacto e implicancias en política monetaria del comportamiento del tipo de cambio dependerían de manera crucial de cuán persistente fuera la apreciación y en qué magnitud esto fuera el resultado de un cambio de paridades internacionales versus cambios en el tipo de cambio real. Asimismo señaló que creía que actualmente los mayores riesgos eran de menores presiones inflacionarias, con lo cual se podría correr el riesgo de tener que revertir anticipadamente e indeseadamente el curso de la política monetaria de aumentar la TPM.

De acuerdo a este escenario todos los Consejeros indicaron que parecía prudente mantener la tasa de política en su nivel actual en espera de mayor información.

Un Consejero acotó que se debía reiterar una alta preocupación por la inflación y reafirmar la decisión de actuar para que la inflación se vuelva a ubicar en torno a la meta en el horizonte de política.

#### **4. Acuerdo**

---

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