

# Reunión de Política Monetaria

DICIEMBRE 2007

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 116 celebrada el 13 de diciembre de 2007**

Asisten el Presidente don José De Gregorio Rebeco, el Vicepresidente don Jorge Desormeaux Jiménez y los Consejeros don Manuel Marfán Lewis, don Enrique Marshall Rivera y don Sebastián Claro Edwards.

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 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

Durante noviembre la inflación IPC había vuelto a mostrar un incremento importante e inesperado, registrando una tasa de variación anual por sobre 7%. Nuevamente, el aumento de la inflación había respondido mayormente a *shocks* en precios específicos —percepciones y energía— que, a diferencia de lo observado en el segundo y tercer trimestre, no afectaron la inflación del IPCX1. De hecho, la inflación anual de este índice se había mantenido en torno a 5,8% desde septiembre, mientras que en el mismo lapso, la inflación del IPC aumentaba desde 5,8 a 7,4%. A su vez, los datos de octubre seguían indicando

que el crecimiento de la actividad para la segunda mitad del año, más allá de los factores calendario de septiembre, sería menor que el del primer semestre. Se contraponía a esto la evolución del consumo privado, que en octubre mostró un repunte importante respecto de las bajas tasas de crecimiento anual de septiembre y, además, respecto de lo antes estimado, mostraba un mayor nivel a lo largo del año por la revisión de los datos de cuentas nacionales. Todo lo anterior, configuraba un panorama interno en que la inflación total había seguido aumentando, a la vez que la actividad se mostraba menos dinámica (afectada en parte por factores puntuales), mientras el consumo evidenciaba una resistencia mayor que la prevista a la caída en el ingreso disponible real. En el frente externo continuaban aumentando las preocupaciones por los efectos de la crisis *subprime*, llevando a una corrección a la baja de las proyecciones de crecimiento mundial, a la vez que el precio del cobre y del petróleo descendían respecto de los niveles de hace un mes. En este escenario, las expectativas sobre la Tasa de Política Monetaria (TPM) anticipaban un aumento de 25 puntos base antes de fines del primer trimestre del 2008. Las expectativas de inflación a mediano y largo plazo se mantenían ancladas en torno a 3% anual.

En el plano externo, se habían acentuado las preocupaciones tanto respecto de las pérdidas que podría generar la crisis *subprime* en el sistema financiero como de sus efectos sobre el crecimiento. En las economías desarrolladas, las expectativas de crecimiento para el cierre del 2007 e inicios del 2008 se habían corregido a la baja. En los mercados financieros, en un contexto de elevada volatilidad, se continuaba observando la preferencia por activos más seguros, lo que se reflejaba en caídas de las tasas de interés de los bonos de gobierno de EE.UU. Estas, aunque con una reversión parcial en los días previos a la reunión, llegaron a estar 30 puntos base por debajo del nivel vigente al momento de la reunión de noviembre. A su vez, las tasas de interés de largo plazo para la Zona Euro y Japón se ubicaban en niveles algo superiores a los de mediados de noviembre. Los problemas de liquidez para el corto plazo habían continuado en varias economías desarrolladas y habían motivado nuevamente la acción de sus bancos centrales. Asimismo, la posibilidad de que las carteras de créditos hipotecarios se siguieran deteriorando había motivado el anuncio por parte del Tesoro de EE.UU. de congelar las tasas de los créditos más comprometidos. Las perspectivas de movimientos de las tasas de política habían seguido ajustándose. En EE.UU., a la baja de 25 puntos base de la tasa de fondos federales que se había anunciado el martes 11, se sumarían nuevas bajas en los próximos meses. En Japón, las expectativas eran de una postergación de nuevas alzas. Por su parte, en la Zona Euro se seguía anticipando una mantención de la tasa de referencia. El dólar, en un contexto de elevada volatilidad cambiaria, había detenido la trayectoria de depreciación observada en los meses previos, apreciándose en términos multilaterales, aunque respecto del euro y el yen se

ubicaba en niveles similares a los de mediados de noviembre. En las economías emergentes se observaban alzas en los premios por riesgo y una reducción en los flujos de cartera.

Respecto de los productos básicos, el precio del petróleo WTI se había reducido, volviendo a situarse bajo US\$90 el barril, 11% por debajo de los niveles máximos registrados en la tercera semana de noviembre. Si bien la mayor parte del mes se había observado una elevada volatilidad en el precio, que estuvo relacionada con la incertidumbre respecto de la posibilidad de que la OPEP aumentara sus cuotas de producción, la baja que mostraba en los días previos a la reunión había estado motivada principalmente por datos de inventarios de destilados, en particular para calefacción, menos desfavorables que lo anticipado al inicio de la temporada invernal en el hemisferio norte. Por su parte, el precio del cobre había caído en torno a 3%, ante expectativas de menor demanda de EE.UU. Destacaba también el aumento algo superior a 20% en el precio internacional del trigo, ante restricciones de la oferta. Sin embargo, se estimaba que este aumento sería de carácter temporal, considerando el incremento significativo en las superficies plantadas, lo que reduciría el precio de este grano en el futuro.

En el mercado financiero nacional, la publicación de los datos de IPC y actividad de comienzos de diciembre habían provocado leves cambios sobre las expectativas de mercado respecto de la evolución de la TPM —curva *forward* y tasas *swap*—. Estas indicaban que no se producirían movimientos mayores en la TPM, anticipándose un aumento de 25 puntos base en el primer trimestre del 2008. La mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), en tanto, señalaba que no se esperan cambios en la TPM por los próximos dos años. A su vez, las expectativas de inflación habían tenido un aumento tras la publicación del IPC de noviembre, que había resultado mayor que lo esperado por el mercado. De acuerdo con la encuesta a operadores de mesas de dinero, la inflación esperada a un año había subido a 3,7% (3,55% al momento de la reunión de noviembre y 3,45% la semana previa a la publicación del IPC), mientras que a dos años, llegaba a 3,4% (3,35% tanto al momento de la reunión pasada como la semana previa a la publicación del IPC). De igual forma, la Encuesta de Expectativas de diciembre señalaba que la inflación esperada a diciembre de 2008 aumentó a 3,6% (3,5% el mes previo), aunque a dos años se mantuvo en 3%. Asimismo, había aumentado la compensación inflacionaria 3 en 2, calculada a partir de las tasas *swap*, mientras la 1 en 1 disminuía levemente respecto de la reunión anterior, ubicándose en 3,25%. Era destacable que una parte difícil de precisar del aumento en las expectativas de inflación, era explicada por la volatilidad habitual de estas medidas ante sorpresas de inflación. Mecánicamente, la inflación del mes pasado afecta las tasas en UF, por lo que una sorpresa podría tener efectos en el cálculo de la compensación inflacionaria. Además, las tasas de interés nominales tanto

de los documentos del Banco Central como las que se cobran en las operaciones de mercado no habían mostrado cambios significativos respecto de los niveles vigentes hace un mes. Asimismo, otras medidas de expectativas de inflación, como las encuestas a consumidores y empresarios mostraban que aunque se mantenía la preocupación por la inflación, ésta había descendido respecto de unos meses atrás (en el caso de los consumidores) y la inflación proyectada a doce meses había caído (en el caso de los empresarios).

Los agregados monetarios y crediticios no habían mostrado mayores novedades en el último mes, continuando con un sostenido crecimiento de las colocaciones para la vivienda y uno menor de las destinadas a consumo. Por su lado, resaltaban los vaivenes del tipo de cambio nominal en las últimas semanas que, tras haberse ubicado en torno a \$505 al momento de la reunión de noviembre, había aumentado hasta algo por sobre \$515 y luego había vuelto a ubicarse por debajo de \$500 al cierre de esta minuta. Ello se había dado en un contexto de un aumento del premio soberano chileno y fluctuaciones en el precio del cobre y del petróleo. Considerando los días previos al cierre de esta minuta y los correspondientes a la reunión de noviembre, el peso se había apreciado 1,7% respecto del dólar, variación que llegaba a 1,9% para el tipo de cambio multilateral (TCM) total y a 1,6% para la medida que excluye el dólar (TCM-X). El tipo de cambio real (TCR), por su lado, se estimaba que promedió un valor de 92,9 en noviembre (+0,9% respecto de octubre).

La publicación del cierre preliminar de las cuentas nacionales del tercer trimestre había dado cuenta de un crecimiento del PIB de 4,1%, confirmando que la actividad había perdido dinamismo respecto de la primera mitad del año. La demanda interna, en tanto, había crecido 7,8% anual, cifra algo mayor que la del primer semestre, pero equivalente a la del segundo cuarto del año. El consumo privado, aunque había aumentado menos que en la primera mitad del año, mostraba un dinamismo superior al antes estimado, habida cuenta de la caída en el ingreso nacional disponible asociada a la alta inflación de los últimos meses. En todo caso, se esperaba que en los trimestres venideros el consumo mostrara una desaceleración algo más marcada, dado que al deterioro del ingreso se sumaba el menor crecimiento que habían mostrado las colocaciones de consumo y el menor dinamismo del mercado laboral. La inversión, por su lado, había seguido con tasas de variación anual importantes: 9,5% en el periodo. El menor crecimiento del PIB con una demanda interna que había seguido creciendo a tasas elevadas se explicaba por el menor incremento de las exportaciones de bienes y servicios: 4,1% (10,4% en el primer semestre), en parte afectado por los desfases en el registro que se habrían dado durante septiembre (los datos de octubre confirmaban esta situación, con un promedio bimensual que era comparable al de un mes tipo).

Por el lado del origen del PIB, durante el tercer trimestre destacaba el menor crecimiento de la actividad del comercio y otros servicios, coincidente con la evolución del consumo. La industria había tenido un bajo crecimiento, afectada por problemas en líneas puntuales. En particular, la industria de la madera estaba siendo afectada por las menores exportaciones de elaborados hacia el mercado inmobiliario de EE.UU. por la crisis del sector, y, la industria del metanol por la menor disponibilidad de gas natural, no obstante la producción de celulosa continuaba con tasas de crecimiento anual elevadas. La agricultura, en tanto, había mostrado una variación anual negativa, posiblemente por el efecto de las heladas en la cosecha. La actividad de electricidad, gas y agua (EGA) había vuelto a aportar negativamente al PIB, a una tasa más negativa que la del primer semestre del 2007<sup>1/</sup>. Además, se debía considerar que este trimestre había tenido tres días hábiles menos que igual lapso del 2006 y, además, todavía existían bastantes dudas del efecto que el feriado de Fiestas Patrias había tenido en la actividad de septiembre, en especial por la fuerte caída de las horas trabajadas en el mes. Con todo, si en la medición de los sectores distintos de recursos naturales no se considerara la actividad de las líneas industriales mencionadas más combustibles y celulosa, el crecimiento de la actividad de los sectores distintos de recursos naturales había sido solo levemente inferior al de la primera mitad del año.

En octubre el Imacec había registrado una variación anual de 4,4% (3,3% considerando el efecto calendario de un día hábil más que el año anterior). Esta cifra, por debajo de lo esperado, seguía dando cuenta de un menor dinamismo de la actividad, 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. Por su lado, los indicadores de consumo privado habían mostrado un repunte importante en sus tasas de crecimiento tras el desempeño más débil del tercer trimestre, en especial en septiembre, evolución que apuntaba a que este último dato estuvo afectado de modo importante por una menor cantidad de días hábiles del mes, cuyo efecto no estaba totalmente capturado por las estimaciones habituales. Los indicadores de construcción mostraban un desempeño favorable en octubre y las importaciones de bienes de capital habían continuado creciendo a tasas elevadas en noviembre, confirmando ambos datos el positivo panorama que la inversión había mostrado en el curso del año. Por sectores, en octubre había continuado la contribución negativa de aquellos ligados a recursos naturales, a lo que se sumaba una menor actividad del resto de los sectores, especialmente acentuado por la continuación de la caída en la producción de algunas líneas de industria (combustibles, maderas y metanol, en particular).

<sup>1/</sup> Este aporte negativo se contrarrestaba en parte por el incremento en los derechos de importación que se generan por la internación de combustibles y que se sumaba al valor agregado de la producción. En el tercer trimestre, este ítem había crecido 39,2% anual, mientras en el primer semestre lo había hecho del orden de 18% anual promedio.

Las cifras de octubre del mercado laboral seguían dando señales de mayores holguras en este mercado. Desde septiembre se registraba un importante crecimiento de la fuerza de trabajo, 2,3% anual (equivalente a 150.000 personas en promedio en los últimos dos meses). Con ello, la tasa de desempleo desestacionalizada había aumentado por cuarto mes consecutivo, pasando desde 7,1% en septiembre a 7,4% en octubre (acumulando un incremento de 1,1 puntos porcentuales desde junio), anotando el mayor registro desde agosto del 2006. Por el lado de la ocupación, en octubre se había observado un menor dinamismo de la creación de empleos, que caía desde tasas anuales del orden de 3% anual entre marzo y septiembre a cifras por debajo de 2% en octubre, con una velocidad de expansión que alcanzaba valores negativos. Si bien el cambio en la composición del empleo se había mantenido, el empleo asalariado también presentaba una tasa de variación inferior a la de los meses previos: 4% anual, en tanto, el empleo por cuenta propia seguía acentuando su caída, alcanzando una variación de -2,4% anual. Los datos de octubre de la Asociación Chilena de Seguridad (AChS) también mostraban un menor crecimiento del empleo asalariado respecto de los meses previos: 5,9% anual versus 7,8% anual en promedio el tercer trimestre.

En octubre los salarios nominales habían registrado un incremento en su tasa de variación anual, mientras sus velocidades de expansión se estabilizaban o disminuían en el margen, dependiendo de la medida considerada. El costo de la mano de obra (CMO) había crecido 6,2% anual y las remuneraciones por hora (IREM) aumentaban 8,3% anual. No obstante, en términos reales tanto el CMO como el IREM habían reducido su tasa de variación anual, alcanzando -0,2 y 1,8%, respectivamente, lo que indicaba que era posible que en los meses venideros los salarios nominales mostraran tasas de crecimiento superiores a las actuales. Por el contrario, los salarios nominales de la AChS reducían su tasa de crecimiento anual desde 7,3% en septiembre a 7,1% en octubre. Medidos en términos reales, también disminuía su incremento anual: 1,4% en septiembre a 0,6% en octubre. Por su lado, en octubre, los costos laborales unitarios (CLU) habían vuelto a mostrar tasas de crecimiento similares a las de agosto, llegando a 3,4% anual en su medición total y a 3,2% anual en el caso del CLUX, con velocidades que se moderaban en el margen. Cabía mencionar que, el reajuste acordado entre el gobierno y los funcionarios públicos (6,9%) era acorde con el incremento considerado en el escenario base de proyección del IPoM de septiembre y, en el contexto de inflación e incremento de salarios en el sector privado, no representaba una presión adicional significativa sobre los costos.

En noviembre, la inflación había vuelto a mostrar un registro elevado. El aumento mensual del IPC había sido de 0,8% (7,4% anual), mientras el IPCX e IPCX1 habían aumentado 0,5 (5,6% anual) y 0,4% (5,9% anual), respectivamente.

En términos de velocidades, la del IPCX1 disminuía tanto en su medición mensual como trimestral. Llamaba la atención la ampliación de la brecha entre la inflación anual del IPC total y sus medidas subyacentes. Luego de que en el segundo y tercer trimestre las distintas medidas de inflación habían aumentado a la par en gran parte producto de los *shocks* en los precios de los alimentos no perecibles, en los últimos meses el incremento de la inflación había estado dominado mayormente por el aumento en el precio de la energía —combustibles y tarifas eléctricas— y de los alimentos perecibles. Una parte importante de estos precios, en especial los perecibles, tienen por característica una baja persistencia, lo que podría implicar que su reversión se diera a una mayor velocidad y no tuvieran efectos de segunda vuelta significativos. En todo caso, dado el alto nivel que alcanzaba la inflación, no podía descartarse que, en esta ocasión, los efectos fueran distintos de los ocurridos en el pasado. Con todo, el panorama de corto plazo contemplaba que la inflación mensual del IPCX1 sería mayor que la del IPC total durante varios meses, en consecuencia la variación anual de la inflación del IPCX1 volvería a aumentar, aunque manteniéndose por debajo de aquellas del IPC.

Las medidas de tendencia inflacionaria se habían elevado. La media podada por artículos (MPA) aumentaba a algo más de 5% anual y el TMVC alcanzaba 3,7% anual. También habían aumentado las tasas de variación anual del IPC excluidos diversos componentes: el IPCX1 sin alimentos se ubicaba en 3,0% y el IPC sin alimentos y energía llegaba a 2,6%. Por su lado, había aumentado la inflación anual de servicios y se mantenía la de bienes, en ambos casos, considerando las medidas subyacentes.

## 1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió acerca del aumento que mostraba el diferencial de tasas de interés de corto plazo en los mercados financieros desarrollados. Se indicó que, en promedio, el diferencial entre la tasa de interés de los *Fed Funds* y la libor ha estado en torno a 20 o 25 puntos base, dependiendo de la fase cíclica de la economía. Dicha cifra, se señaló, se ubicaba actualmente cercana a 100 puntos base. Se agregó que además, comparado con el tamaño del diferencial que se esperaba a plazos mayores, claramente parecía un dato irregular. Se señaló que si bien era posible plantear que estos diferenciales estaban siendo afectados por el cierre de fin de año de los balances del sector financiero, como estacionalmente ocurre, en la coyuntura actual este efecto había aumentando significativamente. Se agregó que en ocasiones anteriores, especialmente en el 2000, se había observado una situación similar, aunque no con la magnitud de aumento del diferencial como la que se apreciaba ahora.

Se discutió sobre la información que contenía la medición de premios soberanos a través de los *Credit Default Swaps* (CDS) y cómo se comparaba con la que contenían los bonos soberanos. Se mencionó que, en principio, se asumía que los CDS eran un mejor indicador de riesgo, debido a que el bono soberano estaba afectado por problemas de liquidez que distorsionaban su premio. Se indicó que los problemas de liquidez no solo afectaban los bonos chilenos, sino también los de otras economías emergentes, incluso las que tienen *stocks* de bonos soberanos significativos. Se agregó que, en opinión de algunos bancos de inversión, por su característica de ser más líquidos, los CDS estaban siendo utilizados como mecanismo de cobertura para exposiciones a otros activos más riesgosos como acciones o incluso bonos bancarios, y por lo tanto era un mercado que se había vuelto mucho más líquido que lo habitual. Por esta razón, se señaló, era posible que las primas por liquidez se hubieran reducido, llevando a una submedición del nivel de riesgo soberano y afectando el uso de los CDS como una buena medida de riesgo soberano. Se agregó que, además, los CDS eran instrumentos relativamente nuevos, lo que era una razón más para mirarlos con cuidado.

Se discutió acerca del cambio en la evaluación del estado de la economía que se había producido tras la publicación de las cuentas nacionales del tercer trimestre del 2007. Se indicó que el principal cambio era que ahora el panorama del consumo apuntaba a que su dinamismo era mayor al antes previsto, lo que, junto con un quantum de importaciones de bienes y servicios que crecía menos, delineaba un escenario en que las existencias tenían un aumento menor que el estimado un mes atrás. Se agregó que más allá de los cambios puntuales, era relevante que el escenario mostraba un ajuste de existencias derivado de un mayor dinamismo del consumo y no de una menor producción. Se indicó que, en todo caso, se debía tener en cuenta que las implicancias de los cambios en la evaluación del escenario macro del tercer trimestre no eran relevantes en los indicadores que servían como guía más directa de la política monetaria. En particular, porque la actividad de los sectores resto —más relacionada con las holguras de capacidad relevantes para la inflación— no era significativamente distinta de la que se estimaba previamente.

Se discutió acerca del menor crecimiento que habían mostrado las exportaciones de bienes. Se indicó que, al menos en los envíos de productos industriales, se podían identificar efectos puntuales que estaban afectándolas, en particular en lo referente a las exportaciones de productos de la madera a EE.UU., el metanol y la harina de pescado. Se agregó que también debía considerarse el efecto que estaba teniendo el alto costo de la energía en la producción industrial, en especial cuando se comparaba con el precio que se pagaba en países vecinos. Se señaló que también debían considerarse los cambios en precios relativos que se habían producido. En especial por los aumentos de costos que no siempre se podían

reflejar en precios, por los movimientos del tipo de cambio y por los subsidios que recibía la industria en otros países.

Se discutió acerca de los cambios que mostraban las expectativas de la inflación del sector privado. Se indicó que parte de los movimientos podían deberse al cambio en la demanda por papeles nominales y reajustables en un escenario de mayor incertidumbre respecto de la inflación. Esto, por cuanto el riesgo inflacionario asociado a los papeles nominales había aumentado, llevando a demandar instrumentos en UF. Lo anterior, aunque podría interpretarse como un cambio en las expectativas de inflación, tiene un componente de premio por riesgo de inflación que no es despreciable y, por tanto, podría explicar parte de los movimientos que las expectativas de mayor plazo habían mostrado. Se agregó que, a plazos más largos, en especial mayores a cinco años, los mercados eran menos líquidos y, por lo tanto, las expectativas que podían desprenderse del precio de los activos financieros eran menos informativas.

## 2. Opciones

La información del último mes acentuaba el panorama de una inflación muy elevada y una actividad débil, ambas afectadas por *shocks* de oferta que iban más allá de lo esperado en el último IPoM. Ello dibujaba un escenario en que durante los próximos meses la inflación seguiría alta, pero en el que las presiones inflacionarias de mediano plazo podrían ser menores que las antes anticipadas. En este contexto, y con los antecedentes disponibles, las opciones que parecían plausibles eran mantener la TPM o bien aumentarla en 25 puntos base.

Al igual que en los meses anteriores, la principal justificación para aumentar la TPM continuaba siendo el riesgo de persistencia y propagación del severo *shock* inflacionario. Este riesgo se había incrementado en la medida en que la inflación anual continuaba aumentando por sobre lo esperado. Si bien los precios de algunos alimentos perecibles —cuyo aumento había estado asociado a fenómenos climáticos— habían comenzado a revertirse, en noviembre se habían verificado aumentos inesperados y de magnitudes importantes en los precios de la energía eléctrica y los combustibles. Además, la inflación anual que excluía los precios de la energía y los alimentos también mostraba un aumento y continuaba el incremento de las medidas de tendencia inflacionaria que excluyen los ítems que más han variado o los más volátiles, alejándose cada vez más de 3%. Se sumaba a lo anterior que la inflación de servicios, cuya persistencia se estimaba mayor que la de los bienes, también había aumentado, incluso excluidos los regulados, continuando con la tendencia mostrada durante el 2007 y ubicándose

en los niveles más elevados de la década. En contraposición a todo lo anterior, la inflación anual del IPCX1 se había mantenido en torno a 5,8% desde septiembre. No obstante, el escenario de corto plazo consideraba que la inflación anual del IPCX1 continuará aumentando en el primer trimestre del 2008.

También se podía argumentar que aumentar la TPM reducía el riesgo de posibles efectos de propagación de los elevados niveles de inflación que hicieran peligrar la consecución de la meta en el horizonte de política, argumento que incluso cobraba más fuerza por los niveles que alcanzaba la inflación. Además, aún considerando la dificultad que las sorpresas inflacionarias imponen para su lectura, las expectativas de inflación a distintos plazos habían persistido por sobre el valor meta y habían mostrado recientemente incrementos marginales. En este contexto, subir la TPM podría entenderse como una medida preventiva, que reafirmaba el compromiso del Banco Central con la meta, y que servía 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.

A lo anterior se agregaba que los datos de cuentas nacionales del tercer trimestre habían llevado a reevaluar el comportamiento del consumo privado y de la demanda interna —en especial por el mayor nivel del consumo a lo largo del año— y que los indicadores de consumo de octubre habían mostrado un repunte importante respecto de las bajas tasas de crecimiento anual de septiembre. De esta forma, era posible plantear que el comportamiento del consumo no parecía coherente con la caída que había mostrado el ingreso privado disponible en términos reales —por la elevada inflación—, lo que se veía reflejado en un dinamismo del crédito de consumo que, si bien se había atenuado, continuaba elevado. En este sentido, un aumento de la TPM podría justificarse por eventuales presiones inflacionarias provenientes del lado del consumo y para prevenir una desaceleración más abrupta de la demanda interna en el futuro. No obstante, era posible que el consumo reaccionara con rezagos, observándose una desaceleración más pronunciada en los próximos meses. Por último, cabía reiterar que la TPM se ubicaba en la parte baja de un rango de estimaciones para la TPM neutral.

En contraposición a todo lo anterior, existían elementos que apuntan 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. En particular, destacaba que en el tercer trimestre del año las holguras habrían sido menos estrechas, lo que hacía prever menores presiones inflacionarias para el mediano plazo. Además, los datos de octubre habían seguido indicando que el crecimiento de la actividad para la segunda mitad del 2007, más allá de los factores calendario de

septiembre, era menor que el del primer semestre, nuevamente afectada por los sectores de recursos naturales, pero también corroborando el menor dinamismo de la industria y el comercio. Estas mayores holguras también se evidenciaban en el aumento del desempleo que reporta el INE en los últimos datos, en un contexto de escasa creación de empleos y aumentos de la fuerza de trabajo.

Podría también plantearse 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, especialmente porque estos aún no eran del todo evidentes. Por un lado, las distintas medidas de expectativas de inflación, aunque con el comentario incremento, aún se encontraban ancladas cerca de 3% a todos los horizontes relevantes. Por otro lado, las medidas de salarios reportadas por el INE no habían vuelto a aumentar de forma considerable su tasa de variación, como ocurrió en julio —de hecho las de la AChS habían retrocedido— y no evidenciaban reajustes más allá de las cláusulas habituales de indexación.

A lo anterior se sumaba que en el escenario internacional continuaban aumentando las preocupaciones por los efectos de la crisis *subprime*, disminuyendo las proyecciones de crecimiento mundial. Como se había mencionado antes, un deterioro más pronunciado del escenario internacional podría eventualmente llevar a una actividad interna más débil, una caída en los precios de los bienes primarios, incluidos los de los alimentos que son referencia para el IPC, y nuevas bajas en las tasas de interés externas, entre otros factores. Así, podía argumentarse que mantener la TPM era la reacción a un riesgo deflacionario de mediano plazo, cuya probabilidad había aumentado y cuyos efectos podrían ser muy significativos.

También existían, como es habitual, consideraciones tácticas. En primer término, podía ser prudente esperar más información antes de decidir un aumento de la TPM, especialmente por la cercanía del nuevo ejercicio completo de proyecciones que se realizaría para el Informe de Política Monetaria. Segundo, el mercado esperaba en su gran mayoría una mantención de la TPM en esta oportunidad. Aumentarla podría tener algunos 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.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Todos los Consejeros señalaron que en el escenario externo lo más relevante era la acentuación de la preocupación sobre los alcances de la crisis *subprime* en EE.UU. Coincidieron, además, en que las consecuencias financieras sobre el ciclo económico de EE.UU., su eventual propagación y la reacción de política eran todavía una incógnita, pero la percepción generalizada era que serían más profundas y prolongadas de lo que se preveía. A juicio de algunos Consejeros este cuadro menos favorable se traduciría tarde o temprano en un menor impulso externo para la economía nacional. En todo caso, varios Consejeros destacaron que la economía chilena estaba en una posición particularmente sólida para enfrentar turbulencias financieras externas dado el actual esquema de políticas macroeconómicas, la sólida posición fiscal, el superávit de cuenta corriente y la limitada exposición del sistema financiero. Un Consejero destacó que el mercado internacional seguía distinguiendo a Chile con relativos bajos premios por riesgo respecto de otras economías emergentes.

En el ámbito interno, algunos Consejeros destacaron que, de acuerdo con la última información, la desaceleración del consumo era más suave que lo previsto hace un mes. Según otro Consejero, a esto se agregaba que los componentes más permanentes de la demanda interna, en especial el consumo, había mostrado un crecimiento elevado en octubre revirtiendo la reducida expansión de septiembre, mientras la inversión mantenía su dinamismo. Agregó este Consejero, que las cifras de actividad del tercer trimestre confirmaban el menor dinamismo del crecimiento y que las proyecciones para el cuarto trimestre implicaban que el año cerraría con una cifra por debajo de lo anticipado en el último IPoM, opinión, que era compartida por otros Consejeros. Un Consejero apuntó que aunque las noticias de actividad y gasto estaban aún dentro de rangos esperables, en especial dado que parte de la desaceleración de la actividad se concentraba en algunos sectores específicos, había riesgos de una desaceleración más persistente y significativa. En opinión de otro Consejero la desaceleración del tercer trimestre más allá de los efectos observados en los sectores de recursos naturales implicaba que las brechas de capacidad se habrían ampliado en dicho período, lo que coincidía con una evaluación del mercado laboral que apuntaba en la misma dirección.

Algunos Consejeros señalaron que la curva de expectativas para la TPM se había ajustado marginalmente al alza. Uno de ellos, indicó que aumentar la TPM en la reunión constituiría meramente un adelantamiento del movimiento que el sector privado preveía se daría en el primer trimestre y, por lo tanto, no debería tener impacto mayor en el mercado financiero. Este mismo Consejero argumentó que además la TPM se encontraba aún en la parte baja de un rango dado por diversas

mediciones de su nivel neutral, con lo cual la política monetaria mantenía un sesgo expansivo. Otro Consejero, también indicó que, a su juicio, la política monetaria continuaba siendo expansiva, a lo que se agregaba que el crédito crecía a tasas elevadas.

Varios Consejeros indicaron que, en el escenario actual, la decisión de política era particularmente compleja. Agregaron, que el juicio que los llevara a tomar la decisión respecto de la TPM debería ponderar el impacto sobre las perspectivas inflacionarias de las señales mixtas que se observaban. Concluyeron señalando que, si bien antes habían enfrentado una situación similar, la combinación de *shocks* inflacionarios con noticias negativas de actividad hacía que en esta oportunidad los riesgos fueran particularmente altos.

Algunos Consejeros señalaron que era especialmente relevante considerar los riesgos de un pronunciado deterioro del escenario externo, o bien de una desaceleración mucho más intensa de la actividad interna, que pudieran llevar en los próximos meses a revertir la decisión de aumentar la TPM. Indicaron que, no obstante, aunque en su opinión este riesgo existía, parecía acotado.

A juicio de algunos Consejeros, más allá de todo lo anterior, la principal fuente de preocupación seguía siendo el alto nivel de la inflación. La cifra de noviembre había sorprendido al alza, con lo que la variación anual del IPC se ubicaba bastante por encima del rango de tolerancia contemplado en el marco de política y se elevaban, por tanto, los riesgos asociados. Además, agregaron, todo indicaba que este alto nivel permanecería durante varios meses.

Un Consejero destacó que la sorpresa de inflación de noviembre se asociaba a un *shock* de oferta que en el escenario más probable debería revertirse. Asimismo recordó que frente a otras sorpresas producidas por *shocks* de oferta, la actitud del Consejo había sido de cautela, centrando la preocupación, para efectos de decisiones de política monetaria, en los eventuales efectos de segunda vuelta y posibles consecuencias sobre las expectativas de la inflación de mediano plazo. Al respecto, este Consejero señaló que la evidencia mostraba que hasta ese entonces los rezagos de la inercia inflacionaria no eran distintos de los históricos, lo que confirmaba la hipótesis contenida en los escenarios base de proyección.

Varios Consejeros indicaron que los salarios nominales mostraban leves aumentos en sus tasas de variación, pero estas se evaluaban todavía como normales considerando la inflación efectiva y los mecanismos de transmisión o indexación habituales. Uno de ellos señaló que, en todo caso, la evolución de las remuneraciones nominales debía ser monitoreada con atención por sus implicancias para la inflación proyectada.

Algunos Consejeros destacaron que los indicadores de expectativas de inflación de mediano plazo seguían cercanos a la meta, no obstante habían mostrado algún movimiento al alza después del anuncio del IPC de noviembre, en especial la compensación inflacionaria de los contratos financieros. Un Consejero rescató que no era posible todavía desentrañar si ese aumento se debía a mayores expectativas de inflación o bien a una prima de riesgo de inflación más alta. Este Consejero advirtió que las implicancias sobre la política monetaria de uno y otro caso eran distintas, pero que en las actuales circunstancias el Consejo no podía permitir que las expectativas se alejaran de la meta de inflación. Varios Consejeros agregaron que, si bien hasta el momento no había evidencia de efectos de segunda vuelta de la alta inflación, el riesgo de que las actuales presiones inflacionarias se propaguen a otros precios y a las expectativas de inflación debe tomarse con mucha seriedad. Un Consejero señaló que, si la política monetaria enfrenta oportunamente los riesgos de propagación indeseada de una aceleración inflacionaria transitoria, ello previene además que el tipo de cambio real se aleje significativamente respecto de sus determinantes fundamentales de largo plazo.

Un Consejero indicó que en un cuadro altamente complejo como el actual, la política monetaria no debía descartar cierto grado de ajuste fino, lo que implicaba reaccionar con prontitud a la información que se recibía y admitir la posibilidad de modificar la orientación de la política e incluso revertir decisiones previas en un lapso de tiempo algo más breve que lo normal. Complementó este Consejero, que por todo ello, al hacer el balance, a su juicio era posible concluir que los riesgos de actuar en esta oportunidad eran menores que los de esperar. Por lo demás, la magnitud del alza propuesta de la TPM era moderada, lo que por sí solo acotaba el nivel de los riesgos asumidos. Algunos Consejeros acotaron que un alza de la TPM en esa oportunidad permitía reafirmar el compromiso del Consejo con la meta inflacionaria.

Otro Consejero argumentó que en el caso de mantener la TPM aumentaba el riesgo de que, en el caso que el panorama inflacionario se deteriorara, fuera ser necesario realizar un ajuste de la TPM bastante más severo y costoso en el futuro.

#### 4. Acuerdo

---

El Presidente señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Desormeaux y los Consejeros señores Marfán, Marshall y Claro acordaron por unanimidad aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, ubicándola en 6%.