

Reunión de Política Monetaria

ABRIL 2008

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 121 celebrada el 10 de abril de 2008

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, don Miguel Ángel Nacur Gazali; el Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva; el Gerente de División Política Financiera, don Kevin Cowan Logan; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo; el Gerente de Análisis Macroeconómico Interino, don Claudio Soto Gamboa; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Mercados Financieros Nacionales Interino, don Jorge Pérez Etchegaray; el Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; el Gerente Estabilidad Financiera, señor Rodrigo Cifuentes Santander; 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, doña Andrea Tokman Ramos y don Enrique Orellana Cifuentes; y el Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

En marzo, el IPC había aumentado 0,8%, acumulando un incremento de 8,5% anual. El IPCX también había aumentado 0,8% mensual (7,7% anual), mientras el IPCX1 había crecido 1,3% mensual (7,4% anual). La velocidad trimestral del IPC seguía disminuyendo, mientras las del IPCX, IPCX1 y la velocidad mensual del IPCX1 aumentaban. Los indicadores de tendencia inflacionaria no mostraban mayores cambios en el mes. El incremento anual de la media podada

por artículos (MPA) había pasado de 5,5 a 5,6% y la poda de los componentes más volátiles se había mantenido en 3,8%. Por su parte, las medidas de inflación que excluyen ciertos componentes —IPC sin alimentos y energía e IPCX1 sin alimentos— habían aumentado su tasa de variación anual, ubicándose ambas en torno a 4% anual.

El aumento mensual del IPC de marzo, y de otras medidas de inflación, había estado por debajo de lo esperado tanto internamente como por la mayoría de las proyecciones del sector privado. Destacaban las diferencias de tamaño significativo y signo opuesto en las incidencias efectivas y previstas de los rubros de alimentos y educación. En el caso de los alimentos, a diferencia de lo ocurrido en febrero en que se había verificado un aumento generalizado de precios por sobre lo anticipado, la mayor inflación de marzo se explicaba, en gran parte, por aumentos por sobre lo previsto en ítemes específicos: pan y arroz. En el caso de la educación, el reajuste de las mensualidades escolares había sido menor que lo previsto en base al traspaso histórico de la inflación a estos precios.

Lo anterior daba cuenta de la amplitud de la incertidumbre sobre la inflación en el corto plazo, en particular sobre la velocidad a la que convergería hacia 3% anual. Por un lado, no era posible descartar que el aumento en el precio de los alimentos fuera resultado de un nuevo *shock* inflacionario ligado a la evolución internacional de estos precios, lo que induciría un incremento importante de la inflación, en especial IPCX1, respecto de lo previsto tanto en el IPoM de enero como el mes pasado. Este riesgo se reducía, en parte, al considerar que el incremento de precios, a diferencia de lo observado en febrero, estaba circunscrito a ítemes específicos y a que el precio internacional del trigo —insumo ligado a la producción del pan, producto que había aportado la mayor incidencia individual a la inflación de marzo— caía en las últimas semanas, retornando a los niveles vigentes a comienzos de año. Por otro lado, el incremento menor al previsto de los ítemes de educación podía estar indicando que la propagación de la alta inflación al resto de los precios estaba siendo, y podía ser, menor que lo anticipado en enero. A todo lo anterior, se sumaba la incertidumbre respecto del efecto desinflacionario de la apreciación del peso y del incremento de la inflación externa en dólares.

El abanico de opciones podía hacer que la inflación anual del IPC retornara al rango de tolerancia a una velocidad mayor que la anticipada en enero —por ejemplo de darse una menor propagación, una reversión del *shock* de alimentos y un traspaso de la apreciación del peso— o que se mantuviera en cifras por sobre lo previsto en enero hasta fines del 2008 —en el caso de que los *shocks* de los precios de los alimentos fuesen más persistentes y la apreciación del tipo de cambio no se traspasará a los precios—.

La incertidumbre respecto del escenario de inflación de corto plazo se reflejaba en la disímil evolución de las medidas de expectativas de inflación en el último mes. La compensación inflacionaria 1 en 1 y la 3 en 2 habían aumentado del orden de 20 puntos base entre el momento de la reunión de marzo y la publicación del IPC del mismo mes. La compensación 5 en 5, con vaivenes, se había mantenido en niveles similares. Tras conocerse el IPC de marzo, las compensaciones habían reaccionado levemente a la baja, destacando la 5 en 5 que había caído algo más de 10 puntos base. Las expectativas de inflación recogidas de la encuesta a las mesas de dinero se habían movido en direcciones opuestas. El IPC esperado a 1 año disminuía hasta 4,7% (-10 puntos base), mientras el IPC esperado a 2 años aumentaba hasta 4,1% (10 puntos base), ambos valores comparados con la reunión anterior. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), por su parte, modificaba a la baja en 20 puntos base las expectativas de inflación a 1 y a 2 años. Esta incertidumbre también había acentuado la demanda por papeles denominados en UF y disminuido la por papeles nominales, reduciendo aún más el contenido informativo de los precios de los activos financieros. Comparados con comienzos de año, la tasa de los BCU-5 había caído cerca de 80 puntos base, mientras la de los BCU-10 lo había hecho en cerca de 30 puntos base. Asimismo, el volumen transado de estos papeles, que ya se había duplicado entre el 2006 y el 2007, había aumentado en casi 30% en lo que iba del año respecto del promedio del año pasado. Como contraparte, el mercado de instrumentos en pesos había mostrado una disminución importante de los volúmenes transados, pasando de cifras del orden de \$16 mil millones promedio en el 2007 a cerca de \$10 mil millones promedio en lo que iba del año.

Por el lado de la actividad interna, los datos de febrero daban cuenta de un mayor crecimiento de la economía, junto con un sostenido dinamismo de la demanda interna. El Imacec de febrero había aumentado 5,6% anual, el mayor crecimiento desde junio del año pasado. Este resultado, no obstante, estaba influido en parte por la existencia de un día hábil más que el año anterior (bisiesto). Descontado esto, el Imacec aumentaba 4,3%. Más allá de la consideración de los días trabajados, la actividad industrial había mostrado algún repunte en febrero, volviendo a tasas de incremento anual similares a las del promedio del primer semestre del 2007. Asimismo, la actividad del comercio y de los sectores de servicios había continuado creciendo a tasas por sobre el promedio. La actividad de los sectores de recursos naturales —minería, pesca y electricidad, gas y agua— continuaba, como un todo, aportando negativamente al agregado del PIB. Esto último, pese a que el incremento anual de la actividad minera había tenido una recuperación importante en febrero.

En cuanto al mercado laboral, las cifras del trimestre móvil terminado en febrero del 2008 mostraban un panorama de holguras que no difería mayormente del

que había el mes anterior. En el período el empleo total había aumentado 3,1% anual (3,6% en enero) y el asalariado 6,6% anual. Por sectores, la ocupación en la construcción y el comercio disminuían su crecimiento anual, mientras la del empleo industrial aumentaba. La fuerza de trabajo había aumentado 4,2% anual, aunque en términos desestacionalizados caía respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior. La tasa de desempleo eliminada estacionalidad se había mantenido en 8% por tercer mes consecutivo.

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo privado de febrero seguían en línea con lo observado en meses anteriores. Con ello, se continuaba estimando que en el primer trimestre el consumo había mantenido tasas de crecimiento anual altas, pero con una velocidad de expansión que descendía. Las expectativas de los consumidores, medidas por el IPEC, habían seguido deteriorándose, ubicándose en 41,4 en marzo. Respecto de las condiciones financieras, con datos preliminares, se estimaba que las colocaciones de consumo seguían reduciendo su tasa de crecimiento anual en marzo, lo mismo que los agregados monetarios, en particular el aumento anual del M1 que pasaba de 14,2% en febrero (18,1% en diciembre) a 11,3% en marzo. La inversión tampoco mostraba cambios sustantivos respecto de su tendencia reciente, con un crecimiento importante de las importaciones de bienes de capital. En todo caso, se seguía estimando que una fracción significativa del incremento en la formación bruta en capital fijo estaba siendo destinada a proyectos en los sectores minero y energético, sin que, aparentemente, el resto de los sectores económicos mostrara un dinamismo comparable. La bolsa local, medida a través del IPSA, se comportaba durante el último mes en línea con sus símiles externos, aumentando 3,5% respecto de la reunión anterior, no obstante respecto de fines del 2007 aún mostraba un rendimiento negativo.

En cuanto a la actividad externa, durante el último mes el panorama para el crecimiento mundial se había deteriorado de manera importante. Se estimaba que la economía de EE.UU. enfrentaría una recesión durante este año y su recuperación sería más lenta que lo previsto en meses anteriores. Junto con ello, se reducían las perspectivas de actividad para el resto del mundo, destacándose el menor crecimiento anticipado para China. En EE.UU., además de los ajustes en su mercado de viviendas, el consumo privado se había visto afectado por un marcado deterioro en las condiciones laborales, sumado a la caída en la riqueza inmobiliaria y financiera que enfrentaban las familias, como consecuencia de los ajustes de precios en los mercados. La persistencia de las tensiones en los mercados financieros, que había ido más allá de lo previsto en términos de profundidad y duración, estaba detrás de la perspectiva de una lenta recuperación para la economía estadounidense. Ello ocurría pese a los esfuerzos de los bancos centrales de las economías desarrolladas, que habían implementado nuevos

mecanismos de provisión de recursos. En todo caso, las señales de parte de las autoridades, especialmente en EE.UU., que habían utilizado mecanismos inéditos para enfrentar la crisis financiera —incluyendo el rescate de *Bear Stearns*— habían traído alguna mayor tranquilidad en los mercados, reflejada en aumentos en las bolsas y mayor estabilidad en las tasas de interés de largo plazo.

En los mercados de materias primas destacaba que tanto el precio del cobre como el del petróleo se transaban nuevamente cerca de sus máximos históricos. En el contexto de una renovada participación de agentes no comerciales en el mercado, el precio del petróleo WTI se aproximaba a US\$110 el barril, aumentando la incertidumbre respecto de su trayectoria futura. Luego que el precio se redujera la segunda mitad de marzo a valores cercanos a US\$100 el barril ante temores por la actividad mundial, el alza reciente se explicaba por el aumento en la demanda por combustible para calefacción y declaraciones de la OPEP señalando que el mercado está bien abastecido. En el mercado del cobre, en un contexto de alta volatilidad, la mantención de una sólida demanda desde Asia y noticias negativas desde productores chilenos habían estado detrás de los movimientos de los precios. Cabía destacar, por otro lado, la significativa caída en el precio internacional del trigo durante el mes, que revertía completamente las alzas que se habían observado desde comienzos de año. El incremento anual del Índice de Precios Externos (IPE), como era la tónica de los últimos meses, continuaba aumentando, llegando a cerca de 16% en marzo. En parte, este aumento se relacionaba con los mayores registros y perspectivas de inflación que se observaban tanto en economías emergentes como desarrolladas.

En los mercados financieros internacionales, el dólar mostraba una relativa estabilidad, depreciándose 0,2 y 1,4% en términos multilaterales y del euro, respectivamente, comparado con los valores al momento de la reunión de marzo. En los mercados emergentes, se registraban movimientos mixtos de las monedas en el mismo período, con apreciaciones del orden de 3% de la moneda polaca y la húngara y de 2% del peso mexicano, mientras el real brasileño se depreciaba cerca de 1,5%. La paridad peso chileno/dólar había llegado a cotizarse en \$452 durante la última semana de marzo para luego descender hasta cerca de \$430 a comienzos de abril. Respecto de la reunión anterior, el peso se apreciaba cerca de 0,2%. A su vez, los índices multilaterales TCM, TCM-5 y TCM-X se apreciaban en torno a 1% en igual lapso. En cuanto al tipo de cambio real (TCR), se estimaba que había promediado 84,3 en marzo (en su medida 1986=100) y, considerando el valor *spot* del tipo de cambio nominal de los últimos tres días previos a la reunión se ubicaba en torno a 83,4. Se estimaba que ambas cifras seguían por debajo del rango de valores que se consideraban coherentes con sus fundamentos en el largo plazo.

Respecto de los costos, en febrero los salarios nominales habían registrado un leve descenso en sus tasas de crecimiento anual, estimándose que su evolución era acorde con las cláusulas habituales de indexación. El costo de la mano de obra (CMO) había crecido 6,6% anual (6,7% en enero) y su velocidad de expansión descendía en el margen. El índice de remuneraciones había aumentado 8,7% anual (8,8% en enero) y presentaba un incremento en su velocidad de expansión. Pese a lo anterior, la tasa de crecimiento anual y la velocidad de expansión de los costos laborales unitarios (CLU) habían aumentado en febrero. El mayor incremento de los CLU (8,6% versus 8,1% en enero) se asociaba principalmente al aumento del empleo asalariado. Incluido el empleo por cuenta propia, los CLU crecían 5,2% anual; 0,5 puntos porcentuales menos que en enero.

En este contexto, las expectativas de mercado respecto de la Tasa de Política Monetaria (TPM) derivadas de la curva *forward* y las tasas *swap* apuntaban a que la instancia monetaria se mantendría o tendría a lo más una nueva alza de 25 puntos base en los próximos doce meses. En cambio, la EEE preveía que a fines de este año la TPM sería 25 puntos base menor a su nivel actual y a dos años plazo 50 puntos base inferior.

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió respecto del vínculo entre el precio del pan y el precio internacional del trigo. Se analizó si los aumentos que había experimentado el trigo eran la razón detrás del aumento reciente del pan y que por tanto cabía esperar un descenso de este, dado el importante retroceso que el precio del trigo había experimentado internacionalmente. También, se indicó que tal vez el precio del pan aun no reflejaba todos los aumentos del precio del trigo y, por tanto, era prematuro esperar un descenso de su precio. Asimismo, se acotó que el precio del pan dependía también de una serie de otros elementos que afectaban su dinámica, entre ellos qué tan flexible puede ser este precio a la baja.

Se discutió respecto de las holguras del mercado laboral y las presiones inflacionarias contenidas en él, a través de los salarios. Se señaló que se consideraba que la tasa de desempleo se encontraba dentro del rango de estimaciones de su valor coherente con la estabilidad de precios. Se argumentó que el crecimiento de la fuerza de trabajo podía estar respondiendo a una compensación de la caída de los ingresos reales. También se señaló que el actual nivel del empleo no indica que se esté con niveles de grandes holguras laborales.

2. Opciones

Dados los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria, el Consejo consideró que las opciones más plausibles para esta ocasión eran un incremento de 25 puntos base de la TPM o su mantención en 6,25%.

Se consideró que la decisión de política dependía en esta ocasión de cómo se ponderasen los antecedentes que informaban el conjunto de proyecciones de inflación de corto plazo. En primer lugar, estaba la cuestión del nuevo *shock* de oferta en la inflación de alimentos no perecibles. Existía incertidumbre respecto de la persistencia de estos precios, en especial por las dudas de cuál era el origen del *shock* actual, si era un reflejo de aumentos pasados de los precios externos o si era una respuesta a aumentos más recientes. La lectura de ambas explicaciones tenía implicancias distintas, pues en el primer caso era posible que la persistencia fuera mayor o que, incluso, quedara aún algo por traspasarse, mientras en el segundo caso era posible que se produjera una reversión futura rápida, considerando la fuerte y significativa caída reciente del precio del trigo en los mercados internacionales. En segundo lugar, estaba el impacto de la apreciación cambiaria sobre la dinámica inflacionaria subyacente. Si la apreciación era sólo nominal, debiese observarse solo un efecto en el precio de los combustibles (*ceteris paribus* el precio del petróleo). En tercer lugar, en enero se había supuesto que la propagación de los *shocks* de oferta pasados iba a ser algo mayor que la histórica. En la práctica esta propagación mayor no se había materializado hasta marzo, incluso pudiendo ser algo menor. En síntesis, si se tomaba solo una perspectiva de corto plazo, anclándose en la decisión de marzo y observando solo las noticias coyunturales, en particular el menor IPC de marzo respecto de lo previsto y la menor propagación, era razonable argumentar que la opción de mantener la TPM tenía más peso.

Si por el contrario se analizaba con mayor detalle la dinámica de precios individuales que había mostrado la inflación de marzo, y en especial la repetición de algunos de los *shocks* de oferta del 2007, se podía argumentar que los riesgos inflacionarios aún seguían presentes.

Además de estas incertidumbres respecto de la evolución de la inflación en el corto plazo, aún estaban presentes como consideraciones la apreciación real del peso y su efecto desinflacionario, y el disímil comportamiento de las expectativas de inflación, con compensaciones que seguían elevadas y encuestas que indicaban una convergencia gradual al 3%.

Como era habitual, consideraciones comunicacionales podían llevar a ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. A diferencia del mes pasado, el mercado no se encontraba inusualmente dividido con respecto a la decisión de política, esperando una mayoría la mantención de la TPM. En ese sentido, un incremento posiblemente provocaría algún grado de sorpresa y ajuste en los precios de activos financieros. En caso de que se considerase que el escenario de mayor inflación contenido en los antecedentes era el más probable, era difícil no argumentar por un aumento en la TPM en esta ocasión.

Respecto de la mantención o eliminación del sesgo, los antecedentes para esta decisión eran varios. En primer lugar, la mantención de un sesgo podía sugerir un diagnóstico de política de bastante convicción sobre la pertinencia de un aumento adicional de la TPM. En segundo lugar, el mantenerlo por tercera reunión podía desvirtuar su rol de instrumento comunicacional, debilitando su potencia en caso que se utilizara en el futuro. Finalmente, la decisión de eliminar el sesgo era probablemente muy fácil si se optaba por un aumento de la TPM en vez de su mantención.

3. Decisión de política monetaria

En el frente externo, todos los Consejeros destacaron el significativo ajuste a la baja de las proyecciones de crecimiento mundial, con particular intensidad, de EE.UU, economía donde ya se visualizaba una recesión en el escenario más probable. Un Consejero indicó que si bien las proyecciones para el 2008 mostraban menor crecimiento en el resto del mundo, también daban cuenta de cierto grado de desacople respecto de la evolución de la economía estadounidense. A su juicio, las dudas estaban más bien relacionadas con la velocidad de recuperación en EE.UU. y con el crecimiento y la demanda mundiales el 2009. Algunos Consejeros acotaron que, sin embargo, seguía existiendo una alta incertidumbre sobre los mecanismos a través de los cuales la menor actividad mundial golpearía a los países en desarrollo, y a Chile en particular. En su opinión, las mayores interrogantes para el futuro se referían a la evolución de los precios de las materias primas, al costo de acceso a los mercados financieros externos y la velocidad de corrección de las primas de riesgo de los distintos activos financieros. Otros Consejeros agregaron que la situación de los mercados financieros internacionales seguía siendo delicada y diversos indicadores daban cuenta de una importante iliquidez y de un incremento significativo en la aversión al riesgo. Un Consejero agregó que la probabilidad de un deterioro aún más severo y prolongado del escenario externo había aumentado y la preocupación por la inflación se había generalizado.

En el ámbito interno, un Consejero indicó que las noticias del último mes confirmaban la complejidad y los crecientes riesgos del escenario macro. Por un lado, se identificaban factores, como la apreciación cambiaria, el débil desempeño de la actividad, y la rebaja del impuesto a los combustibles, que apoyaban efectivamente la convergencia de la inflación. Por otro lado, los nuevos incrementos de precios especialmente en el rubro de alimentos, apuntan en la dirección contraria. A ello había que agregar los riesgos para la trayectoria inflacionaria, como eran: el desenvolvimiento de la crisis financiera internacional y su impacto sobre la actividad mundial; los eventuales efectos de la sequía, y la posibilidad de una propagación de la inflación hacia delante mayor que la observada hasta ahora. Otro Consejero señaló que las cifras más recientes de actividad e inflación tendían a confirmar el panorama que se preveía en el IPoM de enero. Mientras la inflación convergía a la meta en el horizonte de política, la actividad se había debilitado en concordancia con el escenario de riesgos sesgado a la baja de enero. Con todo, señaló este Consejero, al analizar los factores detrás de estos resultados y el contexto macroeconómico global se veían discrepancias, es decir, el comportamiento era similar, pero causado por un escenario que presentaba cambios significativos.

Varios Consejeros destacaron que en marzo la inflación había sorprendido a la baja en algunas décimas, pero la inflación anual, según lo previsto, se mantenía alta. De acuerdo con estos Consejeros la propagación de la inflación hasta ahora había sido moderada considerando la magnitud del *shock* inflacionario. Los salarios, específicamente, crecían a un ritmo congruente con mecanismos de indexación habituales. Para un Consejero, representaba una buena noticia que los mecanismos de indexación no habían sido tan altos como en algún momento se supuso. Este mismo Consejero acotó que las perspectivas de la inflación en el corto plazo, primer semestre, eran auspiciosas, especialmente por la existencia de efectos puntuales sobre el nivel de precios de algunos bienes, y las perspectivas de mediano plazo no habían variado respecto de lo considerado en el IPoM. Acotó que las expectativas de inflación de mediano plazo del mercado se habían mantenido estables y altas, lo que continuaba siendo una voz de alerta, especialmente por su persistencia. Sin embargo, otros Consejeros indicaron que, a su juicio, el panorama inflacionario de corto plazo contenía incertidumbres. Las proyecciones confirman la convergencia hacia el rango meta, pero existían factores que podrían afectar la velocidad de este proceso. Un desarrollo que preocupaba era el nuevo incremento de algunos precios de alimentos. La persistencia de estos nuevos *shocks* era incierta, pero la reciente caída en el precio internacional del trigo, un insumo importante en el precio del pan, abría la posibilidad de que el *shock* fuera de naturaleza transitoria.

Varios Consejeros mencionaron que las compensaciones inflacionarias se mantenían relativamente altas, afectadas por cambios en las preferencias de los inversionistas en un entorno donde los riesgos habían aumentado. La encuesta de expectativas mostraba ajustes marginales, pero siempre un adecuado anclaje. Del mismo modo, añadieron que las expectativas privadas para la TPM derivadas de la curva *forward* y de tasas *swap* se moderaban y se ubicaban en un rango más bien neutral, mientras la Encuesta de Expectativas exhibía una corrección más significativa apuntando a una TPM inferior a la actual. En todo caso, algunos Consejeros recordaron que era muy posible que la existencia de premios por riesgo estuviera reduciendo el valor informativo de los indicadores basados en precios de activos financieros. Uno de estos Consejeros, explicitó que era necesario mantener un cuidadoso monitoreo de la evolución de las expectativas, pues no se podía permitir un debilitamiento de la credibilidad sobre el compromiso antiinflacionario.

Un Consejero indicó que la actividad interna para el 2008 continuaba en línea con las estimaciones previas, agregando que, por una parte, la baja actividad del primer semestre debiera revertirse en parte en la segunda mitad del año, y, por otro lado, parte importante de la menor actividad continuaba debiéndose a factores de oferta que no sugerían la presencia de mayores holguras. Por otra parte, algunos Consejeros señalaron que, más allá de cifras puntuales la actividad se desaceleraba, incluso algo más de lo previsto a principios de año, en buena medida por los efectos de la sequía en la agricultura y en la generación eléctrica que continuaban vigentes. Algunos Consejeros indicaron que al igual que hace un mes atrás, los indicadores de demanda seguían dando cuenta de un alto dinamismo especialmente en el plano de la inversión, mientras el consumo mostraba una desaceleración en el margen. Uno de estos Consejeros señaló que no se podía descartar que las altas y persistentes expectativas de inflación en el mediano plazo estuvieran reflejando perspectivas de inflación de demanda, lo que debía ser monitoreado con especial cuidado.

Algunos Consejeros indicaron que la apreciación del peso se había tornado persistente, con fluctuaciones dentro de un rango que denotaba una desviación significativa respecto de niveles congruentes con sus fundamentos de largo plazo. Sin embargo para uno de estos Consejeros ello no se traducían en un efecto desinflacionario significativo, hasta el momento. Detrás de ello, en su opinión, podía estar también el aumento de la inflación externa en dólares. Un Consejero señaló que, a su juicio, era evidente el aumento de la inflación internacional y era, además, esperable que esta continuara acelerándose, salvo que la actividad mundial sufriera una caída importante. Desde su perspectiva, era crucial distinguir en que medida la apreciación cambiaria reflejaba esta mayor inflación internacional o efectivamente era signo de presiones a la apreciación real.

Un Consejero argumentó que la perspectiva de una convergencia inflacionaria en el horizonte de política tenía suficientes fundamentos para decidir una mantención de la TPM, y, aunque reconocía que existían riesgos con distintas implicancias para la inflación, a su juicio, cualquier otra opción de política tenía riesgos mayores. Para otro Consejero, la decisión entre mantener o subir la TPM dependía al igual que en la reunión anterior de la persistencia de los factores internos y externos que impulsaban la inflación futura. Argumentó que las noticias en materia inflacionaria del último mes inclinaban la balanza hacia la perspectiva de una menor propagación de los *shocks* de oferta que lo estimado en enero pasado. No obstante, los riesgos para la inflación futura, en una u otra dirección seguían estando presentes.

Un Consejero justificó su decisión de mantener la TPM sobre la base de tres elementos. Primero, reiteró que el tipo de cambio real estaba desalineado de sus fundamentos de largo plazo y ese desalineamiento seguía profundizándose. En su opinión, debía considerarse que las políticas de estabilización, cuando habían coincidido con desalineamientos cambiarios pronunciados, no habían tenido efectos permanentes ni en Chile ni en otras economías. Por ello, profundizar el efecto estabilizador a costa de exacerbar otros desequilibrios macroeconómicos estaba fuera de lo que a su juicio era razonable. Por el contrario, el papel de la Política Monetaria era acercar la economía, lo más rápidamente posible a su equilibrio estacionario del que formaba parte una inflación equivalente a la meta. Prosiguió este Consejero, indicando que acercar la inflación a su nivel meta a costa de alejar alguna otra variable de su equilibrio estacionario era incoherente con los objetivos permanentes de la política monetaria, por lo que, a su juicio, el esfuerzo antiinflacionario debe hacerse de manera duradera sin exacerbar otros desequilibrios peligrosos. Una reversión brusca de esos desequilibrios podía generar efectos inflacionarios y contractivos serios en el futuro. En segundo lugar enfatizó que las decisiones de política monetaria, en todas las economías, pero especialmente en Chile, debían considerar el contexto internacional concomitante y sus principales riesgos. No era lo mismo, apuntó, frente al mismo tipo de estímulos, inflacionario y de actividad, tomar una decisión respecto de la TPM cualquiera que esta sea, que tomar la misma decisión en un momento en que el resto del mundo está cambiando sus políticas monetarias en una dirección inequívoca. En consecuencia, creía este Consejero que considerar el contexto internacional o darle una mayor ponderación en la decisión, también era un elemento importante. En tercer lugar, indicó que ante tanta incertidumbre la proximidad del IPoM permitiría definir de mejor manera un buen diagnóstico con todos los antecedentes que se acumulaban desde enero.

Respecto del sesgo de la política monetaria, un Consejero argumentó que las condiciones actuales exigían contar con flexibilidad para introducir cambios

en la orientación de la política monetaria. Por lo demás, la propia decisión de mantener la tasa por tercer mes consecutivo reforzaba la conveniencia de eliminar dicho sesgo. Otro Consejero señaló que su eliminación reflejaba que los futuros movimientos de la tasa de política dependerían de la información que se acumulara, la que con los datos de que se disponía en ese entonces no necesariamente apuntaba a un ajuste al alza en el futuro. Otro Consejero no creía que fuera creíble mantener un sesgo al alza, cuando genuinamente no se podía prever la dirección del próximo movimiento de tasas coherente con la meta de inflación. Además, este mismo Consejero acotó que era importante notar que el sesgo ya venía atenuándose y la mejor opción en ese momento era eliminarlo para no restar efectividad a una importante herramienta comunicacional. Un Consejero señaló que mas allá del sesgo que contenga el comunicado, el Banco deberá preocuparse de reafirmar su compromiso antiinflacionario en los próximos meses.

4. Acuerdo

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