

# Reunión de Política Monetaria

FEBRERO 2008

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

### Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 119 celebrada el 7 de febrero 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 la Ministra de Hacienda (S), 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 Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldivar; 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, don Igal Magendzo Weinberger; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; el Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; la Economista Senior, doña Erika Arraño González; el Secretario General, don Jorge Court Larenas y don Jaime Troncoso Rojas.

## 1. Antecedentes

### 1.1 Presentación de los antecedentes

Durante enero la inflación anual del IPC continuó en valores por sobre 7% —significativamente por encima del rango de tolerancia—, al mismo tiempo que los indicadores de tendencia inflacionaria se mantuvieron en niveles elevados. El último registro mensual, no obstante, se ubicó por debajo de lo contemplado en el escenario base del Informe de Política Monetaria (IPoM) de enero, especialmente por la evolución de los precios de ítems relativamente volátiles como son los de los combustibles, transporte y alimentos perecibles. El crecimiento anual de los salarios había evolucionado de acuerdo con lo previsto, mientras el tipo de cambio se había apreciado significativamente. Por su parte, el Imacec de diciembre también había estado por debajo de lo considerado en

el escenario base de enero, principalmente por factores puntuales que afectaron a ciertas ramas de la industria, con lo que se confirmaba la desaceleración de la actividad en la segunda mitad del 2007. Se contraponía a esto la evolución de la demanda interna, que seguía dinámica. En el ámbito externo, se configuraba un escenario más negativo para EE.UU., generando alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. A su vez, las condiciones crediticias en esta economía se habían contraído fuertemente, dando cuenta de una extensión de la crisis *subprime* hacia otros segmentos de la economía. Así, aunque el precio del cobre se mantenía elevado y el del petróleo había disminuido, el escenario externo relevante para la economía chilena presentaba mayores riesgos adversos. Las expectativas de inflación de largo plazo, más allá de los vaivenes habituales, se mantenían ancladas en torno a la meta. En este escenario, las expectativas sobre la Tasa de Política Monetaria (TPM) que se desprendían de los precios de los activos financieros anticipaban para este año entre una mantención y un aumento de 25 puntos base, el que, de materializarse, se llevaría a cabo entre fines de este trimestre y comienzos del siguiente.

En el ámbito externo, durante el mes se había configurado un escenario más negativo para EE.UU. Las turbulencias en los mercados financieros internacionales aumentaron, incorporándose en las valoraciones financieras una mayor probabilidad de recesión en EE.UU., la que tendría implicancias globales. Esto daba cuenta de la extensión de la crisis *subprime* hacia otros sectores, observándose un significativo aumento en las exigencias para el otorgamiento de todo tipo de créditos en EE.UU., bajas en las clasificaciones de riesgo, pérdidas importantes en empresas no ligadas al sector *subprime* y problemas en aseguradoras de bonos. Al mismo tiempo, se habían dado a conocer indicadores de actividad decepcionantes en algunas economías desarrolladas. En EE.UU., en particular, la publicación del PIB del cuarto trimestre —muy por debajo de las expectativas, al crecer solo 0,6% trimestral anualizado—, la debilidad del mercado laboral, de las ventas minoristas y la fuerte caída del PMI de servicios —encuesta a gerentes de compra—, se sumaban al deterioro del sector inmobiliario y habían aumentado los riesgos de una mayor desaceleración, la que, sin embargo, aún no modificaba sustancialmente el escenario base de enero.

En este contexto de alta volatilidad en los mercados, se habían observado bajas significativas en las tasas de interés de largo plazo en EE.UU., caídas en las bolsas de economías desarrolladas y emergentes, aumentos en las primas por riesgo y una depreciación del dólar en los mercados internacionales. Frente a este escenario, la Reserva Federal había adoptado un agresivo recorte de su tasa de política monetaria, llevándola a 3% anual, tras rebajarla primero 75 puntos base en una reunión extraordinaria y luego otros 50 puntos base en su reunión habitual. Simultáneamente, el gobierno estadounidense había anunciado un

paquete de estímulo fiscal por US\$145 billones. El conjunto de medidas había llevado a una recuperación parcial de los mercados. Con todo, las tasas de interés de largo plazo en la Zona Euro y EE.UU. se encontraban más de 20 puntos base por debajo de su nivel de hace un mes —esto es, comparando el promedio de los tres días hábiles previos al cierre estadístico de la minuta para la reunión—. Respecto de las tasas de política monetaria, destacaba que el mercado incorporaba con alta probabilidad un nuevo recorte de 50 puntos base en la reunión que la Fed sostendría en marzo. En la Zona Euro, contrario a lo que sucedía hace un mes cuando se esperaba la mantención de la tasa, el mercado estaba incorporando recortes, mientras en Japón se seguía esperando alzas.

En línea con los temores por la actividad mundial, el precio del petróleo WTI había caído cerca de 6% desde la reunión pasada. El precio del cobre, al igual que el de otros metales básicos, se ubicaba en niveles levemente superiores a los observados hace un mes. Destacaba, no obstante, el alza de más de 7% en los precios del trigo y del maíz, afectados por la mantención de una demanda dinámica y problemas de oferta.

En el ámbito interno, la información del último mes confirmaba la desaceleración de la actividad en la segunda parte del 2007, la que habría sido algo mayor que lo considerado en el escenario base del IPoM de enero. En diciembre la tasa de variación anual del Imacec había sido de 3,7% (3,6% al considerar que se verificó un día hábil más que en igual período del 2006 y la composición de los días), por debajo también de las estimaciones del mercado. Así, considerando el promedio de los Imacec publicados, el crecimiento promedio del cuarto trimestre habría sido similar al del trimestre anterior, cerrando el 2007 con un crecimiento promedio de 5,1% anual. Por sectores, en diciembre había destacado la caída de aquellos ligados a recursos naturales, principalmente electricidad, gas y agua (EGA), y la moderación en el crecimiento de los sectores de servicios. La industria había sorprendido con una variación anual negativa, afectada fuertemente por una caída inusual en la producción de combustibles y por el bajo dinamismo de las ramas de oferta y transables manufactureras.

Respecto de la demanda, con los datos de diciembre se estimaba que en el último cuarto del 2007 el crecimiento anual del consumo había sido superior al del trimestre previo, aunque en términos de velocidad continuaba con una moderada desaceleración, tal como se había anticipado en el IPoM. La inversión, aunque con noticias mixtas en el último mes, seguía mostrando tasas de variación anual importantes. Por un lado, el incremento del volumen de importaciones de bienes de capital del cuarto trimestre del 2007 había tenido correcciones al alza, por la revisión habitual de sus deflatores. Además, los datos disponibles a enero seguían dando cuenta del dinamismo de estas internaciones de bienes.

Por otro lado, la información respecto del mercado inmobiliario del cuarto trimestre de 2007, que se extraía de la encuesta de Collect para el Gran Santiago, reafirmaba el menor dinamismo del sector residencial que indicaban las cifras de la Cámara Chilena de la Construcción, con una disminución de las ventas de viviendas nuevas y un aumento de los meses necesarios para agotar el stock. Por su parte, la revisión del catastro de inversión de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital de diciembre del 2007 mostraba mejores perspectivas para el bienio 2008-2009, especialmente en proyectos mineros y energéticos, coherente con los precios persistentemente altos que se observaban en estos sectores. Según el catastro, este año la inversión en construcción y obras de ingeniería tendría un aumento del orden de 45% respecto del 2007. Por último, en enero las expectativas de los consumidores, medidas a través del IPEC, seguían en el lado pesimista, deshaciendo parte de la recuperación que se había observado a fines del 2007. En tanto, las expectativas de los empresarios mostraban un leve repunte, explicado solamente por la evolución de minería, que más que compensaba la caída en los otros sectores.

Las cifras del mercado laboral del INE correspondientes al trimestre móvil octubre-diciembre seguían dando señales de menor estrechez. La tasa de desempleo desestacionalizada volvía a aumentar, pasando desde 7,6 a 8%, con lo que el 2007 cerraba con un desempleo promedio de 7,1%. En el aumento del desempleo de los últimos meses continuaba incidiendo, principalmente, el fuerte crecimiento de la fuerza de trabajo que en diciembre había aumentado 3,8% anual. En términos de la ocupación, tras el débil dinamismo que se verificó desde inicios del segundo semestre del año pasado, el crecimiento anual del empleo mostraba un leve repunte en el último trimestre móvil del 2007: 2,4% (1,9% los dos meses previos); a su vez, la velocidad, que se había mantenido por varios meses en torno a cero, se elevaba a 1,3%. Por categoría ocupacional, el empleo asalariado crecía 4,4% anual (4% promedio en los dos meses previos) y el empleo por cuenta propia seguía mostrando tasas de variación anual negativas. Por sectores, se observaba un repunte del empleo de la construcción, en menor medida de la industria y un menor crecimiento anual del empleo del comercio. Por su parte, las cifras de la Universidad de Chile para diciembre del 2007 mostraban un aumento del desempleo en el Gran Santiago, el que en términos desestacionalizados pasaba de 8,3 a 8,7%, a la vez que el crecimiento anual del empleo se reducía respecto de los trimestres precedentes. En general, estas cifras eran coherentes con las tendencias que se extraían de los datos del INE.

En diciembre el crecimiento anual de los salarios nominales continuaba evolucionando de acuerdo con lo previsto. Según las cifras reportadas por el INE, se registraban leves cambios en las tasas de variación anual respecto del

mes anterior, mientras las velocidades de expansión seguían disminuyendo. El costo de la mano de obra (CMO) creció 6,4% anual y las remuneraciones por hora (IREM) aumentaban 8,3% anual. En términos reales tanto el CMO como el IREM reducían su tasa de variación anual, alcanzando -1,3 y 0,5%, respectivamente. A su vez, los salarios nominales de la AChS aumentaban su tasa de crecimiento anual desde 7,3% en noviembre a 8,6% en diciembre. Medido en términos reales, también habían aumentado su incremento anual: -0,1% en noviembre a 0,8% en diciembre. Por su lado, en diciembre, los costos laborales unitarios (CLU) exhibían un aumento significativo en su crecimiento anual en comparación con lo observado en los meses previos, llegando a 6,4% anual en su medición total y a 4,5% anual en el caso del CLUX, con velocidades que, sin embargo, seguían disminuyendo.

Las noticias del ámbito internacional habían repercutido internamente en la evolución y la mayor volatilidad que mostraban el tipo de cambio y la bolsa. Destacaba la significativa apreciación del peso que, tanto en términos bilaterales como multilaterales, se ubicaba en niveles en torno a 5% inferiores a los vigentes a la fecha de la reunión de enero. Parte de este descenso se podía atribuir a la ampliación del diferencial de tasas de interés existente entre Chile y otras economías, en particular, tras el agresivo recorte de tasas que había llevado a cabo la Fed en enero. Al cierre de esta minuta, una vez conocidas las cifras de Imacec e inflación, la paridad peso/dólar alcanzaba cotizaciones de hasta \$475 (aumentando casi \$9 respecto del día anterior). El tipo de cambio real (TCR) se estimaba que había promediado 88,6 en enero (en su medida 1986=100) y, considerando el valor *spot* del tipo de cambio nominal de los últimos tres días se ubicaba en torno a 86. Este último valor era 3,5% menor al nivel que en el IPoM se había indicado para diciembre, por lo tanto, se estimaba que seguía por debajo del rango de valores que se consideraban coherentes con sus fundamentos de largo plazo. La Bolsa local, medida a través del IPSA, continuaba en las primeras semanas del año con la tendencia a la baja que presentaba desde fines del 2007. Sin embargo, luego del sorpresivo recorte de tasas por parte de la Fed, el IPSA había recuperado parte de las pérdidas, registrando un desempeño incluso superior al de otras plazas bursátiles. De todas formas, en el 2008 acumulaba una rentabilidad en pesos de -8,0% (-1,9% en dólares).

Las tasas de interés de los documentos del Banco Central se habían movido a la baja, pero en una magnitud superior a las de los bonos equivalentes en economías desarrolladas. Así, dependiendo del plazo, los rendimientos de los BCP eran entre 25 y 40 puntos base inferiores a los vigentes a la fecha de la reunión de enero, descenso que en el caso de los documentos reajustables estaba en torno a 20 puntos base.

Las expectativas de inflación de largo plazo se mantenían ancladas en torno a 3% anual. En el último mes algunas de las medidas de expectativas de inflación habían bajado, en coherencia con diversas noticias que apuntaban a menores registros de inflación para los próximos meses, respecto de lo anteriormente previsto. En esta línea estaba, en primer término, la inyección de recursos al Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC) y el menor precio internacional de los combustibles que habían implicado un descenso significativo de los precios internos; en segundo término, estaba la apreciación del peso. Según la encuesta a operadores de mesas de dinero, la inflación esperada a uno y dos años se ubicaba en 3,80 y 3,45%, respectivamente, cifras que al momento de la reunión de enero eran de 4,15 y 3,5%. Las expectativas que se desprendían de la compensación inflacionaria de los instrumentos derivados mostraban tendencias mixtas, mientras las de mayor plazo caían hasta valores en torno a 3,6% (3,9% en enero), la de uno en uno aumentaban hasta 3,8% (3,6% en enero). Cabía señalar que, bajo episodios de alta volatilidad como el actual, era difícil aislar los premios presentes en los precios de los activos financieros, por lo que los cambios y el nivel de la compensación inflacionaria podrían no necesariamente estar reflejando las expectativas de inflación. En este escenario, las perspectivas para la TPM se habían ajustado a la baja respecto de los valores considerados en el IPoM de enero. En esa ocasión, dependiendo de la fuente considerada, se esperaban hasta dos incrementos de 25 puntos base, con lo que la TPM se estimaba podría llegar hasta 6,75% en el curso del primer semestre del año. En ese momento, a partir del precio de los activos financieros se desprendía que el mercado estaba esperando para este año entre una mantención de la TPM y un aumento de 25 puntos base, el que se concretaría entre fines de este trimestre y comienzos del siguiente. Destaca que, respecto del mes pasado, la pendiente de la curva *forward* se había empinado en el corto plazo y se incorporaba la posibilidad de un recorte de 25 puntos base en la segunda parte del año.

Los agregados monetarios y crediticios habían continuado creciendo a tasas elevadas. Con información preliminar de enero, las colocaciones a personas habían crecido a una tasa anual similar a la de diciembre, mientras las a empresas lo habían hecho a una tasa algo menor. La encuesta sobre créditos bancarios del cuarto trimestre del 2007 revelaba que las condiciones de aprobación de créditos se habían vuelto más restrictivas en segmentos específicos y que la demanda por financiamiento bancario seguía dinámica. Para empresas y para personas, las mayores restricciones se habían traducido, principalmente, en un aumento de las tasas de interés cobradas, en un contexto de perspectivas de un entorno económico menos favorable. Esto era coherente con lo que mostraban las estadísticas disponibles de tasas de interés. En tanto, en el segmento de créditos hipotecarios, el 90% de los bancos encuestados señalaba que los estándares de aprobación se habían mantenido sin cambios respecto del trimestre anterior.

En enero, la inflación IPC había tenido una variación mensual nula (7,5% anual), valor inferior a lo registrado en los últimos meses y a lo esperado por el mercado. Este registro nulo se había visto influido principalmente por la caída en el precio interno de los combustibles y una rápida normalización de los elevados precios de los perecibles. Las medidas de inflación subyacente, IPCX e IPCX1, habían aumentado 0,4% mensual con variaciones anuales de 6,1 y 6,3%, respectivamente. Las velocidades trimestrales de estos tres indicadores habían disminuido, aunque la velocidad mensual del IPCX1 aumentaba tras tres meses de descensos. Por grupos, la mayor variación mensual se verificaba en salud (+1,1%), mientras las mayores caídas se daban en vestuario (-1,1%) y alimentación (-0,7%).

Las medidas de tendencia inflacionaria y las que excluyen diversos componentes del IPC habían crecido a tasas anuales similares a las del mes anterior, manteniéndose en general por sobre niveles coherentes con la meta de inflación. El incremento anual de la media podada por artículos (MPA) había pasado de 5,4 a 5,5%, mientras la de la poda de los componentes más volátiles (TMVC) seguía en 3,8%. Por su lado, la inflación anual de servicios subyacentes, que estadísticamente muestra una mayor persistencia que la inflación de bienes subyacente, pasaba desde 5,4 a 5,1%. Por su parte, el IPC sin alimentos y energía aumentaba 2,9% anual (3% en diciembre).

## 1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se destacó que el recorte de la tasa de política monetaria llevado a cabo por la Reserva Federal de EE.UU. no tenía por objetivo solamente estimular la economía, sino que también tratar de evitar un aumento en la morosidad de los créditos hipotecarios pactados a tasa variable a través de un impulso a las reprogramaciones.

Se discutió sobre la disminución en las proyecciones de inflación en Asia, exceptuando a China. Se señaló que ello se explicaba, mayoritariamente, por políticas de control de precios. Se acotó que esta práctica se estaba extendiendo hacia otras economías, especialmente en los precios de los alimentos. Se destacó que las proyecciones de crecimiento para China se mantenían más bien estables, pese a que las exportaciones desde Japón hacia China se habían visto resentidas. Sin embargo, no se descartaron ajustes si la situación de la economía de EE.UU. se tornaba más crítica.

En el ámbito interno, se discutió acerca del impulso que proveía la política monetaria. Se indicó que seguía siendo expansivo, pese a los incrementos de la TPM. Ello se explicaba porque los aumentos de la TPM habían ido a la par con

expectativas de mayor inflación, por lo que en términos reales seguía expansivo, aunque era mucho menor que el que se registró durante el 2004.

Se discutió sobre los determinantes del mercado cambiario nacional. En primer lugar, sobre cuál era la tasa de interés relevante para la economía nacional: la tasa de la Reserva Federal, la tasa de interés implícita en las operaciones *forward*, especialmente bajo condiciones atípicas de iliquidez en los mercados internacionales, o la tasa Libo, que es la tasa a la que se realizan todas las transacciones en la economía estadounidense. En segundo lugar, sobre el impacto del cambio en las posiciones *non-delivery forward*, se indicó que aunque no habían presentado un cambio relevante, ello podía obedecer a operaciones no registradas. Asimismo, se aludió al *carry trade* del Peso con el Real.

Se discutió, además, del impacto de una caída del tipo de cambio sobre la inflación y sus implicancias para la política monetaria. Se concluyó que este depende de la persistencia de la apreciación.

Se discutió respecto de la evolución de los créditos de consumo y los resultados de la encuesta de condiciones de crédito. Se señaló que dado que este tipo de operaciones era más sensible al valor de la cuota—determinado por la tasa de interés y el plazo— y que, de acuerdo con la encuesta, estos eran los indicadores que se habían vuelto más contractivos, lo razonable era suponer una moderación adicional de estos créditos a futuro. Con todo, se acotó que estos créditos eran bastante lentos para reaccionar. Asimismo, se destacó la evolución al alza de las tasas de interés de las tarjetas de crédito desde mediados del 2007, que podía estar dando cuenta de un aumento de la percepción de riesgo de los bancos respecto de estos clientes.

Se discutió acerca de la situación energética del país y su impacto en inflación y actividad. Se indicó que, si bien la situación hidrológica no era muy distinta de la registrada en el 2004-2005, las proyecciones de lluvias para el 2008 no eran auspiciosas, a lo que se sumaba el cierre transitorio de una central térmica y la disponibilidad prácticamente nula de gas desde Argentina. Esto más el incremento de la demanda podría tener incidencias importantes en el costo de la generación eléctrica y por tanto en las tarifas. Se añadió que este *shock* de oferta podría tener consecuencias también en la estimación del PIB potencial y llevar a una reinterpretación de la brecha.

Se discutió respecto de las lecturas de las expectativas que se desprenden de los precios de los activos financieros. Se señaló que los precios podían estar sobrerreaccionando a las noticias de coyuntura y que en escenarios de alta volatilidad e incertidumbre como el actual no era descartable que las primas implícitas alcanzaran importantes magnitudes.

Finalmente se discutió acerca de la sorpresa de inflación de enero, que a diferencia de la de diciembre, no fue generalizada, por lo que no era posible concluir que la persistencia de los *shocks* del 2007 estuviera aminorando, pues la sorpresa estaba bien identificada en combustibles y perecibles.

## 2. Opciones

Dados los antecedentes acumulados desde la última reunión se consideró que las opciones más plausibles para esta ocasión correspondían a un incremento de la TPM de 25 puntos base (similar a los efectuados en circunstancias anteriores) o su mantención en el nivel actual.

La opción de aumentar la TPM en esta oportunidad se podía justificar en la medida en que se estimara que el escenario macroeconómico contenido en el IPoM seguía vigente en lo grueso y, por tanto, que las noticias de enero no modificaban de manera muy significativa las tendencias de mediano plazo de la inflación. Por un lado, no se estimaba que existieran antecedentes suficientes como para alterar de manera importante las proyecciones de inflación de mediano plazo a partir de las sorpresas de inflación y actividad de enero. En la medida que se estimara que la apreciación cambiaria solo reflejaba volatilidad, esta no debería persistir y, por tanto, no se daría por este lado una fuerza desinflacionaria significativa. La expansión del crédito y el dinero continuaba en cifras similares a los meses pasados, revelando que las condiciones financieras locales eran aún ventajosas, mientras la demanda interna, en particular la inversión, continuaba dinámica. El escenario externo se había deteriorado, pero todavía no se apreciaban efectos en economías emergentes, más allá de los vaivenes bursátiles. Finalmente, aunque la trayectoria de tasas se había aplanado, el mercado aún consideraba en sus valoraciones un incremento adicional de la TPM con compensaciones inflacionarias que seguían elevadas.

La opción de mantener la TPM en esta ocasión se podía justificar de dos maneras. Primero, como una pausa para acumular antecedentes dentro de un escenario macroeconómico similar al contenido en el Informe de Política Monetaria. Esto se justificaría principalmente por dudas respecto de la persistencia de los *shocks* inflacionarios más recientes, por un lado, y de la apreciación del tipo de cambio, por otro. Adicionalmente, el entorno global se había deteriorado y había dudas relevantes respecto de cómo impactaría al resto del mundo un escenario de mayor debilidad en EE.UU.

En segundo lugar, para justificar la mantención de la TPM se podía evaluar que el escenario macroeconómico era distinto, y por tanto el diagnóstico de política

monetaria también había variado. Esta última visión resultaría de mirar con un prisma algo distinto los argumentos de los párrafos anteriores, principalmente referidos a las implicancias desinflacionarias de la apreciación cambiaria reciente y el dato de IPC de enero, leyéndolos como fenómenos de mayor persistencia. Asimismo, aunque la expansión de los agregados monetarios y crediticios seguía relativamente dinámica, la encuesta de condiciones de otorgamiento de créditos revelaba estándares más estrictos para todos los segmentos de deudores. El crecimiento proyectado de la actividad para el primer trimestre se había corregido a la baja, mientras el escenario global mostraba un deterioro significativo que, tarde o temprano, afectaría a las economías emergentes.

Con relación al mayor riesgo energético que se había presentado en la última semana, sus implicancias sobre política monetaria no eran del todo obvias. Por un lado, mayores costos de la energía traerían efectos adicionales en precios internos en el corto plazo, justamente cuando se proyecta que la inflación anual comenzaría a disminuir. Por otro lado, el impacto negativo en actividad y gasto llevaría a implicancias sobre holguras y presiones subyacentes de precios que son inciertas. Finalmente, los riesgos de un escenario energético negativo que persista hacia el 2009 habían aumentado.

Como se había mencionado, un tema clave a la hora de evaluar cursos de política era el impacto en inflación de mediano plazo de la apreciación reciente del tipo de cambio. En caso de ser totalmente persistente, la apreciación desde fines del año pasado llevaría a la inflación dentro del rango meta varios meses antes que lo previsto. La trayectoria de política monetaria coherente con este escenario alternativo sería más relajada que la contemplada en el escenario base del IPoM. Sin embargo, los efectos de trayectorias cambiarias menos persistentes son bastante más acotados.

Como es habitual, consideraciones de orden táctico y comunicacional podían llevar en esa ocasión a ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. Primero, se estimaba que aunque tanto una mantención como un incremento de 25 puntos base eran congruentes con el escenario base del IPoM, la segunda opción daría una indicación inequívoca de que la trayectoria reciente del tipo de cambio no era incoherente en el esquema de flotación cambiaria. Segundo, una combinación de mantención de la TPM y eliminación del sesgo daba una indicación de que se percibían implicancias desinflacionarias relevantes de la apreciación del tipo de cambio y/o que se veía un deterioro del escenario global para Chile en el corto plazo. Estas indicaciones serían menos intensas en el caso de mantener el sesgo a la espera de mayor información.

En tercer lugar, era importante evitar la percepción de que las decisiones de política monetaria constituían una reacción mecánica o exagerada a las noticias

del mes. El horizonte de la política monetaria es en torno a dos años y la potencia de la política monetaria está determinada por su persistencia y su orientación a cumplir con el objetivo en el horizonte de política. Por ello, un cambio de diagnóstico relevante respecto a la última reunión no debería justificarse con antecedentes de un solo mes.

Finalmente, respecto de lo que esperaba el mercado, mayoritariamente se anticipaba una mantención, aunque aún con probabilidad de aumentos en el futuro.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Algunos Consejeros coincidieron en que el último mes había sido particularmente abundante en datos novedosos, los que era necesario ponderar adecuadamente para la decisión de política monetaria que se debía tomar. Uno de estos Consejeros indicó que tenía dudas respecto de cuál era el contenido informativo de los nuevos datos, mientras otro Consejero señaló que, a su juicio, en pocas oportunidades el Consejo se había enfrentado a tantos cambios entre dos reuniones de política monetaria, lo que reafirmaba lo anticipado en el IPoM de enero en cuanto a que la incertidumbre y riesgos del entorno macroeconómico eran muy elevados.

En el ámbito externo, todos los Consejeros destacaron que las últimas cifras conocidas para EE.UU. mostraban un ajuste generalizado y bastante significativo, reflejo de que las dificultades financieras de la crisis *subprime* ya estaban deteriorando las variables reales y se esperaba que lo siguieran haciendo. Ello explicaba la reacción de política de sus autoridades y, en particular, el fuerte recorte en la tasa de política monetaria que había decretado la Reserva Federal. Asimismo, todos los Consejeros coincidieron en que se estaba materializando el escenario adverso externo contemplado en la evaluación de riesgos que se hizo para el IPoM de enero. En particular, porque la desaceleración de la economía estadounidense era más marcada de lo considerado en dicho escenario base, con lo que la probabilidad de una recesión en esta economía había aumentado y el riesgo de que su desaceleración se trasladara a otros países del mundo desarrollado y, eventualmente, en el mundo emergente también había crecido. Con todo, un Consejero no descartó que la reacción de la Fed podría atenuar, en parte, la contracción de la economía estadounidense.

Algunos Consejeros indicaron que más allá de los recortes recientes, las expectativas de mercado apuntaban a que la Reserva Federal volvería a bajar la tasa en el futuro. Uno de estos Consejeros agregó que estas perspectivas para la

tasa de interés en EE.UU. incluso habían alterado las proyecciones de política monetaria para el Banco Central Europeo, colocando, a juicio del mercado, un sesgo a la baja en su tasa de política que no existía hace un mes.

Algunos Consejeros señalaron que, con todo, la preocupación por la inflación seguía presente a nivel global, con precios de materias primas que permanecían en niveles elevados y algunos de ellos que incluso habían vuelto a subir en el transcurso del último mes. Agregaba, no obstante, uno de los Consejeros que el cuadro anterior se atenuaba, lo que era refrendado por la opinión de otro Consejero, por la caída que el precio del petróleo había mostrado en el curso del último mes.

En el plano interno, todos los Consejeros coincidieron en que las principales novedades respecto de la reunión anterior eran un registro de inflación de enero menor al esperado, una baja cifra de Imacec en diciembre y una apreciación significativa del peso en las últimas semanas. Algunos Consejeros destacaron que los indicadores de salarios mostraban un incremento coherente con el nivel de la inflación y los mecanismos de indexación habituales y, además, acordes con el escenario base. Uno de estos Consejeros agregó que, en todo caso, se debía seguir con atención la evolución de los costos laborales unitarios, los que en el margen habían mostrado un aumento elevado, debido en gran medida a la menor productividad del trabajo.

Varios Consejeros destacaron que el bajo crecimiento de la actividad en diciembre respondió en parte a factores puntuales —especialmente relacionados con sectores de recursos naturales y la industria— y no a factores de demanda. Agregaron que, de hecho, las proyecciones de crecimiento de la demanda interna para el primer semestre del 2008 seguían altas. En este sentido, un Consejero apuntó, que las mayores restricciones crediticias, aunque no se reflejaban significativamente en menores cantidades, eran parte deseada del ajuste iniciado a mediados del 2007, por lo que, en su opinión, no eran preocupantes. Otro Consejero agregó que, en cualquier caso, aún no se tenía información suficiente para afirmar que, respecto de lo previsto en el IPoM, las cifras recientes de actividad implicaran una tendencia significativa de menor crecimiento para este año. En todo caso, acotó que no podía descartarse un escenario más negativo, con sus consecuentes implicancias inflacionarias. Un Consejero destacó que la percepción de mayores riesgos en la oferta energética había sido, a su juicio, otras de las novedades importantes del mes. Al respecto señaló que le parecía que los *shocks* energéticos, tanto de precios como de cantidad, tenían un efecto en el potencial de crecimiento no inflacionario de la economía, por lo que mientras la apreciación cambiaria implicará menores presiones sobre la inflación, una oferta de energía más restringida operaría en la dirección contraria.

Algunos Consejeros señalaron que la significativa apreciación del peso en las últimas semanas parecía ser respuesta, al menos en parte, al diferencial de tasas de interés que se había producido con EE.UU. Uno de estos Consejeros destacó que, en este contexto, el tipo de cambio real continuaba desalineado respecto de lo que el Banco Central considera que es su nivel coherente con sus fundamentales de largo plazo. Otro Consejero añadió que en caso de persistir la apreciación del peso, esta debería tener implicancias de primer orden sobre las perspectivas para la tasa de inflación.

Varios Consejeros destacaron que en la decisión de esta oportunidad resultaba clave tener presente hasta que punto los desarrollos de los últimos treinta días modificaban el diagnóstico realizado en el IPoM de enero, en particular hasta dónde la percepción de que se estaba enfrentando un fenómeno de mayor persistencia inflacionaria se mantenía. Todos los Consejeros agregaron que la menor inflación de enero, respecto de lo previsto, se explicaba esencialmente por la contribución de elementos bastante volátiles, y algunos de ellos puntuales, como eran los precios de los alimentos perecibles, los combustibles y la apreciación del peso.

Algunos Consejeros apuntaron que les resultaba difícil pensar, a partir de la información disponible, que los factores que habían determinado la menor inflación de enero pudieran tener una persistencia mayor que afectara de modo significativo el panorama inflacionario a mediano plazo y desviarse de las proyecciones contempladas en el escenario base del IPoM de enero. Algunos Consejeros indicaron que este último diagnóstico los llevaba a privilegiar la opción de aumentar la TPM en esta reunión, coherente con el sesgo que se manifestó en la reunión del mes anterior. No obstante, otros Consejeros agregaron que las noticias más recientes en materia inflacionaria podrían resultar en una convergencia algo más rápida al rango de tolerancia de la meta de inflación, lo que, a juicio de uno de ellos lo hacía descartar la opción de subir la TPM en esta oportunidad y, a juicio de otro, podría también afectar la trayectoria de tasas compatibles con la convergencia de la inflación hacia la meta. Añadió este último Consejero que, de hecho, en la medida que la apreciación cambiaria tuviera efectos sobre la dinámica inflacionaria, serían necesarios menos ajustes a los previstos hace un mes para cumplir con la meta. Complementó que, no obstante, era aún muy prematuro para calificar los recientes desarrollos macroeconómicos como persistentes y, por lo tanto, habría que mantener un alto grado de cautela de forma que el escenario base no sufriera cambios que pudieran poner en riesgo el cumplimiento de la meta y requirieran, por lo tanto, de cambios más bruscos en la política monetaria a futuro.

Algunos Consejeros descartaron la opción de reducir la TPM, señalando que ello implicaría una sobre-reacción muy clara y porque, además, la inflación seguía siendo muy alta y una relajación de la política monetaria, en medio de un proceso de ajuste monetario en marcha que aún estaba lejos de concluir,

aumentaría los riesgos de propagación que eran precisamente los que se han buscado mitigar en los últimos meses.

Varios Consejeros argumentaron que la opción de mantener la TPM, sin que ello implicará abandonar el diagnóstico del IPoM, se justificaba por cuanto permitiría, por una parte, acumular más antecedentes para juzgar la persistencia de la reciente caída en el precio del petróleo así como de la apreciación del peso y, por la otra, permitiría monitorear el desarrollo del entorno global y su impacto sobre la economía chilena. Asimismo, indicaron que la opción de esperar parecía ser la más prudente, dado que los riesgos asociados a ella no parecían altos. Uno de estos Consejeros, agregó que, no obstante, era necesario monitorear cuidadosamente todos los indicadores de presiones inflacionarias, de modo de asegurar que no se dieran efectos de segunda vuelta indeseados que puedan alterar la dinámica de reducción de la inflación.

Varios Consejeros indicaron que los antecedentes del último mes les parecían aún insuficientes para modificar el sesgo al alza que se había dado a la política monetaria el mes anterior. Uno de ellos indicó que, no obstante, los ajustes adicionales sugeridos o anticipados en el último IPoM podrían no ser necesarios. Al mismo tiempo, varios Consejeros manifestaron que, en su opinión, el sesgo de la política monetaria podría ser algo menos restrictivo, dando cuenta que esta no sobre-reacciona frente a noticias de un sólo mes, cuya persistencia es justificadamente dudosa, y que además su orientación es a mediano plazo, por lo que mientras no se determinara la persistencia de tales señales el curso de la política monetaria no observaría cambios relevantes. Uno de estos Consejeros indicó que incluso le parecía conveniente eliminar el sesgo de la política monetaria, esto sobre la base, principalmente, de que la economía chilena no operaba en un vacío y no estaba lo suficientemente desacoplada de lo que estaba ocurriendo con la política monetaria en otras partes del mundo.

Un Consejero destacó que, ante una coyuntura cambiante, las autoridades monetarias de EE.UU. y aparentemente, hacia delante, de Europa habían sido más rápidas en reaccionar, habiendo incluso algunos analistas que piensan que se ha dado algún tipo de sobre-reacción. Agregó este Consejero, que creía inconveniente innovar con fuerza ante la información de cada mes, toda vez que este tipo de reacción de política ayudaría más a aumentar la volatilidad que a reducirla.

#### 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%.