

Reunión de Política Monetaria

MARZO 2008

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 120 celebrada el 13 de marzo 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 Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar; 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 Mercados Financieros Nacionales Interino, don Jorge Pérez Etchegaray; el Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; 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; y los Economistas Senior, doña Erika Arraño González y don Enrique Orellana Cifuentes.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

Las novedades del último mes daban cuenta de un panorama macroeconómico en que los riesgos inherentes a la evolución futura de la inflación y la actividad habían aumentado.

En febrero, el IPC había aumentado 0,4% mensual —8,1% anual— cifra algo superior a lo proyectado en la reunión del mes anterior, tanto internamente como por parte del mercado. Las medidas de inflación subyacente, IPCX e IPCX1, habían alcanzado variaciones de 0,9 y 0,4% mensual, respectivamente, con aumentos anuales de 7% en el caso del primer indicador y de 6,6% en el segundo.

Las velocidades trimestrales del IPCX e IPCX1 aumentaban en el margen, mientras la del IPC total y la velocidad mensual del IPCX1 disminuían. Las medidas de tendencia inflacionaria MPA y TMVC no habían aumentado. La media podada por artículos había pasado de crecer 5,5 a 5,4% anual, mientras la medida que poda los componentes más volátiles se mantenía en 3,8% anual. Por su lado, la inflación anual de servicios subyacente, que estadísticamente muestra una mayor persistencia que la inflación de bienes subyacente, se mantenía en 5,1% y el IPC sin alimentos y energía aumentaba 3,3% anual (2,9% en enero).

La publicación del IPC de febrero junto, entre otros factores, al aumento del precio del petróleo, habían llevado a un incremento de las medidas de compensación inflacionaria mayor a la que habitualmente se daba ante sorpresas de magnitud similar al registrado en la inflación de febrero. Según la encuesta a operadores de mesas de dinero, la inflación esperada a uno y dos años era 4,8 y 4,0%, respectivamente, cifras que al momento de la reunión de febrero eran 3,8 y 3,45%. Las expectativas que se desprendían de la compensación inflacionaria de los instrumentos derivados también aumentaban, la de uno en uno hasta 4,18% (3,87% en febrero) y las de mayor plazo (5 en 5) hasta 3,91% (3,65% en febrero). En el mismo sentido, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de marzo mostraba un incremento en la inflación esperada a diciembre del 2008 y diciembre del 2009: 4,3 y 3,5% anual, respectivamente (3,8 y 3,2% anual el mes anterior). Se destacaba que la lectura de la compensación inflacionaria es compleja por la dificultad de aislar correctamente los premios por riesgo implícitos en los precios de los activos financieros. Esta dificultad aumentaba en períodos como el entonces vigente, en que la inflación había sorprendido continuamente al mercado, por lo que el incremento de la compensación inflacionaria respondería en mayor medida, a la existencia de un premio por riesgo más alto y no, necesariamente, a expectativas de inflación genuinamente mayores o alejadas de la meta de inflación. Se indicaba que, en todo caso, este fenómeno no era único de la economía chilena, observándose casos de mercados mucho más desarrollados y profundos, como el de EE.UU., en que la lectura de la compensación inflacionaria mostraba aumentos importantes en el último tiempo, posiblemente ligados a los premios implícitos en los precios. Más allá de lo anterior, las noticias acumuladas en las últimas semanas apuntaban hacia un panorama inflacionario en que los riesgos habían aumentado.

En cuanto a la actividad interna, los datos de enero habían vuelto a mostrar una debilidad de la actividad mayor que la prevista en el IPoM, dando mayor validez al sesgo a la baja que se había considerado para la proyección de crecimiento de la actividad en el 2008. En enero, el Imacec había crecido 3,4% anual (3,7% desestacionalizado), destacando el efecto adverso de la caída en la producción de la minería, que acentuaba la contribución negativa de los sectores ligados a

recursos naturales. En el resto de sectores, los de servicios continuaban creciendo a tasas relevantes, en línea con la evolución del consumo. El crecimiento anual de la industria mostraba una leve recuperación en comparación con el mes anterior, no obstante continuaba en tasas inferiores a las observadas en la primera mitad del 2007. En este resultado se seguía apreciando el aporte negativo de las ramas ligadas a la oferta, en particular el metanol. Además, cabía destacar que la producción de las ramas que compiten con productos importados había mostrado una creciente debilidad a partir del último trimestre del 2007.

Las cifras del mercado laboral de enero corroboraban el mayor dinamismo que el empleo había comenzado a observar en diciembre. El crecimiento del empleo mostraba un nuevo repunte, llegando a 3,6% anual, con una significativa aceleración respecto de los meses previos. Por categoría, el empleo asalariado crecía 6% anual lo que, en términos desestacionalizados, equivalía a 52 mil puestos de trabajo más que en el trimestre móvil anterior. El empleo por cuenta propia seguía mostrando tasas de variación anual negativas. Por sectores, el incremento anual del empleo era liderado por la construcción y el comercio, aunque en el resto de las ramas de actividad también se registraba un aumento en las tasas de variación anual. Todo lo anterior, ocurría en un contexto en que la tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo y por ende, la tasa de participación laboral, seguían aumentando con fuerza. Con todo, después de registrar incrementos por seis meses consecutivos, la tasa de desempleo desestacionalizada no había variado en el último trimestre móvil, manteniéndose en 8%.

Por el lado de la demanda, las cifras de consumo privado de enero indicaban que este seguía creciendo a tasas relevantes, aunque en términos de velocidades se ratificaba, en línea con lo estimado en el IPoM, una desaceleración a partir del último cuarto del 2007. A su vez, en febrero las importaciones de bienes de consumo se mantenían en niveles elevados. Las expectativas de los consumidores a febrero, medidas a través del IPEC, continuaban en el lado pesimista. En cuanto a las condiciones financieras, en febrero los agregados monetarios se mantenían creciendo a tasas elevadas y las tasas de interés de colocación en pesos presentaban leves bajas, alcanzando las de consumo y las comerciales niveles de 32,2 y 10,8%, respectivamente (32,3 y 11,1% el mes anterior).

Respecto de la inversión, en febrero las importaciones de bienes de capital seguían en niveles elevados, manteniéndose por sobre US\$600 millones mensuales, aparentemente destinadas mayoritariamente a proyectos de energía y minería. Por su parte, las expectativas de los empresarios aumentaban por segundo mes consecutivo, aunque retrocedían las de aquellos ligados a la minería. En cuanto a la bolsa local, el IPSA en pesos no mostraba cambios relevantes respecto del cierre de la reunión anterior. Medido en dólares se observaba una rentabilidad mayor

(7,2%). Respecto de otras bolsas, el IPSA mostraba un comportamiento similar al rendimiento de otras plazas de la región (MSCI LA) y mejor que el de las bolsas del mundo (MSCI Mundial). Finalmente, en el año móvil terminado en el cuarto trimestre del 2007, la rentabilidad de las sociedades anónimas que reportan las FECU había sido similar a lo registrado a lo largo del 2007, alcanzando a 19,1% (excluyendo minería, la rentabilidad fue 12,1% anual).

En el ámbito externo, las noticias de actividad daban cuenta de una mayor probabilidad de que EE.UU. se encontrara en recesión, al mismo tiempo que en el resto de las economías la desaceleración sería más pronunciada que lo anticipado. En EE.UU., destacaba el deterioro de los indicadores de inversión no residencial, mientras continuaba con fuerza el ajuste en el sector inmobiliario. Asimismo, el mercado laboral seguía debilitándose, lo que junto con nuevos deterioros en la confianza de los consumidores, hacía prever que el consumo continuaría desacelerándose. En la Zona Euro, si bien algunas encuestas mostraban cifras algo mejores, las ventas minoristas y la producción industrial sugerían un panorama de menor dinamismo para el primer semestre del año. En Japón, preocupaba la evolución que seguía mostrando el consumo, frente a perspectivas de un menor aporte del sector externo en el crecimiento de la economía. Este panorama de mayor debilidad en las economías llevaba, en un contexto de elevada volatilidad, a caídas importantes en las tasas de interés de largo plazo. Además, se habían incorporado expectativas de recortes más agresivos para la tasa de política monetaria de EE.UU., a la vez que en la Zona Euro, estas sugerían una postergación de los recortes que se anticipaban, frente a los riesgos de mayor inflación que preocupaban al Banco Central Europeo. Por su parte, la persistencia de elevados premios en las tasas de corto plazo motivaba el anuncio por parte de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra de inyectar mayor liquidez a los mercados.

Respecto de las presiones de inflación importada, desde la reunión anterior se observaban alzas significativas y generalizadas en los precios en dólares de las materias primas, tanto por factores propios a cada mercado como por la depreciación del dólar. El precio del petróleo había sorprendido subiendo más de 20% en el mes, alcanzando valores en torno a US\$108 el barril al cierre de esta minuta. El precio del cobre también aumentaba de modo importante, llegando a superar transitoriamente US\$4 la libra, afectado por mayores limitaciones en la oferta, en un contexto de alta demanda de parte de las economías emergentes. El precio de los granos también había seguido aumentando, frente a una demanda que se mantenía dinámica. Así, el precio del maíz y el trigo crecían 10 y 9%, respectivamente en el último mes. Finalmente, el Índice de Precios Externos (IPE) se mantenía con variaciones anuales del orden de 13% desde el cuarto trimestre del 2007, cifras muy por sobre el promedio del 2006 y lo verificado a comienzos

del 2007. Los precios en dólares de las importaciones totales mostraban un comportamiento similar, no obstante los precios de las internaciones de bienes de consumo crecían a tasas significativamente menores, del orden de 5% anual.

En línea con las noticias del escenario externo, el dólar estadounidense había continuado depreciándose, perdiendo desde la reunión anterior 5,2 y 4,2% frente al euro y el yen, respectivamente. En la mayoría de las economías emergentes también se había registrado una apreciación de las monedas respecto del dólar: 3,2% el real brasileño, 7,2% la corona checa y 6,0% el peso chileno. Los índices multilaterales del peso chileno, TCM, TCM-5 y TCM-X mostraban apreciaciones de 4,3%, 3,8 y 3,0% en el mismo lapso. Sumada a la tendencia de depreciación internacional del dólar, la apreciación del peso también había coincidido con otras noticias, como el aumento del precio del cobre y del petróleo y la inflación de febrero. En cuanto al tipo de cambio real (TCR), se estimaba que promedió 86,2 en febrero (en su medida 1986=100). Con ello, se estimaba que seguía por debajo del rango de valores que se consideraban coherentes con sus fundamentos en el largo plazo.

En cuanto a las presiones de costos, en enero los salarios nominales habían tenido un aumento relevante en sus tasas de variación anual, aunque se estimaba que ese crecimiento era acorde con las cláusulas habituales de indexación. En términos nominales, el costo de la mano de obra (CMO) había crecido 6,7% anual (6,4% en diciembre) y las remuneraciones por hora (IREM) 8,8% anual (8,3% en diciembre). Considerando la inflación de ese mes, los salarios reales, IREM y CMO, también aumentaban su tasa de variación anual, lo mismo que los costos laborales unitarios (CLU) que registraban un nuevo incremento, atribuible principalmente al efecto de la mayor creación de empleos que había reducido la productividad medida. Por su parte, la velocidad de expansión de las distintas medidas de CLU aumentaba en el margen, luego de varios meses de descensos.

Considerando todo lo anterior, las perspectivas privadas para la TPM se ajustaban al alza respecto del mes anterior, volviendo hacia el escenario del IPoM de enero, en el que se anticipaban entre cero y dos alzas adicionales de la TPM. Sin embargo, a diferencia de enero, en esta ocasión más de un indicador anticipaba dos alzas de la TPM. En particular, la curva *forward* había vuelto a empujarse en el corto plazo, indicando que la TPM llegaría a 6,75% a mediados de año. No obstante, también seguía considerando que la TPM se reduciría hasta 6,5% a fines de año. Las tasas *swap*, en tanto, volvían, como en enero, a mostrar dos nuevas alzas de la TPM en lo que quedaba del 2008. Finalmente, la EEE, aunque con menor probabilidad, seguía contemplando un recorte de la TPM desde 6,25% hacia fines de año.

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió acerca de los alcances de la crisis económica de EE.UU. Se indicó que la información más reciente daba indicios de que la situación actual iba algo más allá de una recesión, tomando alcances de crisis financiera. Al respecto, se mencionó la dificultad de extraer señales claras a partir de la evolución de las tasas de interés de largo plazo en EE.UU. Por un lado, era posible que la caída de estas indicara que los bonos del Tesoro de EE.UU. seguían siendo un refugio en tiempos de turbulencia y, por otro, había evidencia de crisis financieras en que las tasas de interés de largo plazo no habían aumentado, sino que, de hecho, mostraban descensos ante la intervención de los bancos centrales. Se agregó que además se habían observado aumentos importantes en los premios por riesgo no solo de empresas de bajo nivel de inversión, sino que también de aquellas con alta clasificación, destacando lo que sucedía con las aseguradoras de bonos y el efecto que ello podría tener en *hedge funds* y otros inversionistas. Al respecto, también se destacó el hecho de que los premios por riesgo de las economías emergentes parecían haberse desacoplado de esta trayectoria. Se mencionó que, en todo caso, resaltaba que las autoridades estadounidenses estaban reaccionando con mucha fuerza a las novedades, en particular los responsables de la Reserva Federal.

Se discutió sobre de la magnitud de la apreciación del peso chileno. Se indicó que durante el 2008 la moneda chilena era la que más se había fortalecido a nivel mundial respecto del dólar. No obstante, tomando como referencia períodos de tiempo más largos la apreciación del peso no era significativamente distinta de la de otras monedas. Se agregó que, en todo caso, más allá de la variación del tipo de cambio, era importante también tener en cuenta su nivel, por cuanto aportaba información respecto de la existencia de eventuales desalineamientos cambiarios. Se señaló que se debía considerar que la apreciación del peso se daba en medio de un contexto de apreciación generalizada de las monedas, en particular de las productoras de materias primas, y en circunstancias en que la dinámica interna de cada economía apuntaba a cambios en las tasas de interés de distinto signo.

Se discutió respecto de los factores que explicaban la apreciación del peso, en particular a partir de los movimientos de las paridades de tasas de interés y los cambios en el precio del cobre y del petróleo. Se señaló que los movimientos del tipo de cambio entre el momento de la reunión de febrero y los primeros días de marzo eran difícilmente explicables por variaciones ya sea en la paridad de tasas de interés o los precios de las materias primas, observándose un residuo que era equivalente a casi la totalidad de la apreciación que el peso había tenido en dicho lapso. Al respecto, se indicó que podían darse variadas interpretaciones al tamaño de aquel residuo, desde que apuntaba a una anomalía del mercado,

hasta interpretarlo simplemente como una estimación deficiente de la dinámica cambiaria. Se agregó que el período de análisis también podía inducir a error, siendo posible que los movimientos del último tiempo fueran resultado de un ajuste postergado del tipo de cambio, en especial por el efecto de las operaciones de *carry trade* que se realizaban entre el peso chileno y el real brasileño en años recientes y que aparentemente ya no se efectuaban. En contraposición a lo anterior, también se argumentó que era difícil pensar que el precio de un activo tan sensible como el tipo de cambio postergara ajustes por un tiempo prolongado. En todo caso, se indicó que la información disponible difícilmente podía indicar con algún grado de certeza si los movimientos del tipo de cambio se debían a razones fundamentales o no.

Se discutió acerca de la reacción de las expectativas de inflación a las noticias recientes. Se indicó que el análisis de la información llevaba a concluir que en los aumentos de las compensaciones inflacionarias en los días previos a la reunión había una cuota de sobreacción mayor que la habitual a las noticias de la inflación mes a mes. Ello, se agregó, era atribuible a que, dada la incertidumbre de la inflación mensual, las primas por riesgo eran más sensibles que en el pasado a las noticias del mes. Lo anterior, y un conjunto de evidencia casuística sobre el comportamiento del sector financiero, hacían presumir que las expectativas estaban alineadas con la meta. Se mencionó que esta sobreacción, aunque en una magnitud mucho menor, también podía apreciarse en los cambios que mostraba la Encuesta de Expectativas Económicas.

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%.

Considerados los niveles de incertidumbre y las sorpresas del mes con implicancias opuestas para la política monetaria, se estimaba que en esta ocasión la decisión era particularmente difícil. El panorama contemplaba por un lado niveles de inflación anual muy por sobre la meta (y que en marzo sería mayor aún), pero con noticias por el lado cambiario y de actividad global y local que podrían ser suficientes para que la inflación convergiera a la meta en el horizonte de política.

La magnitud relativamente acotada de las sorpresas de actividad en enero y de inflación en febrero, hacían que, en esta ocasión, se estimara que difícilmente

esos antecedentes justificaban por sí solos la decisión de mantener o subir la TPM. Algo similar sucedía en el ámbito externo, donde si bien las condiciones cíclicas de las economías desarrolladas se veían más debilitadas, el mundo emergente seguía mostrando un panorama auspicioso, con lo que tampoco se convertían en evidencia que pareciera suficiente para inclinar la balanza por una u otra opción.

Considerado lo anterior, se estimaba que en esta oportunidad era clave tomar en cuenta en la decisión la evaluación que se tuviera respecto del grado de persistencia de la apreciación del peso y su consecuente efecto desinflacionario en el corto y mediano plazo. Del mismo modo, era importante la evaluación que se hiciera respecto de la coherencia de los actuales precios de los activos financieros con las perspectivas para la inflación y la TPM que el Consejo estimaba como más probables.

Respecto del primer punto, en la reunión de febrero se habían evaluado las implicancias de distintas trayectorias cambiarias, mostrando cómo, si en el caso de que la persistencia de la apreciación a dicha fecha fuese total, la inflación estaría dentro del rango meta varios meses antes que lo previsto. En esta reunión, aunque era probable que un escenario como ese se materializara, se debía evaluar en su conjunto el panorama de inflación externa, de precios de materias primas y condiciones financieras internacionales, ejercicio que se realizaría en la elaboración del IPoM. Este panorama dependía, sin duda, de que la apreciación del tipo de cambio nominal multilateral fuera efectivamente de carácter real, y no la simple compensación de una mayor inflación externa. Los niveles a los que había llegado el TCR sugerían que la apreciación había sido significativa en términos efectivos y no solo nominales.

Respecto del segundo punto, en esta reunión se consideraba que los mayores precios internacionales de los alimentos tendrían un efecto significativo sobre los precios de los productos internos donde potencialmente este traspaso se debería dar. Este escenario era bastante más negativo que el considerado en reuniones pasadas y estaba sujeto a un alto grado de incertidumbre.

El elevado nivel de incertidumbre asociado a estas proyecciones estaba también presente en las evaluaciones del mercado. Los análisis internos indicaban que el aumento de la compensación inflacionaria a diversos plazos respondía en parte a la mayor incertidumbre sobre la evolución de corto plazo de la UF y en parte a algo de mayores expectativas de inflación para el corto plazo.

De esta forma, la opción de considerar un aumento de la TPM en esta oportunidad se podía justificar en la medida en que se estimara que el escenario

macroeconómico actual contemplaba, con una probabilidad relevante, que se postergaría la convergencia de la inflación a la meta, que la apreciación reciente del peso era un fenómeno fundamentalmente pasajero o con implicancias desinflacionarias menores, y que los precios de los activos financieros daban una interpretación razonable de las expectativas privadas de inflación y las consecuentes acciones de política.

La opción de mantener la TPM se podía justificar con los argumentos contrarios. Principalmente, que la apreciación cambiaria ya había sido de una magnitud tal que probablemente generaría efectos desinflacionarios suficientes para permitir la convergencia de la inflación al rango de tolerancia, y que los precios de activos financieros estaban inusualmente afectados por la alta incertidumbre inflacionaria de la coyuntura actual.

Como era habitual, consideraciones de orden comunicacional podían llevar a ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. En primer lugar, el mercado se encontraba inusualmente dividido con respecto a la decisión de política. En ese sentido, era posible que cualquier opción que se tomase provocara algún grado de sorpresa y ajuste en los precios de los activos financieros. En segundo lugar, desde el último IPoM se había mantenido un sesgo referido a las decisiones futuras de política, y este tema sería evaluado con particular cuidado en el comunicado por parte del mercado y analistas. Estas dos consideraciones hacían que mantener la TPM y el sesgo del comunicado anterior, o subir la TPM y eliminar el sesgo, se evaluaran opciones similares. Aumentar la TPM manteniendo el sesgo o mantener la TPM eliminando el sesgo llevaría a sorpresas de mayor magnitud en el mercado. En el primer caso, señalizando que existen preocupaciones inflacionarias superiores a las que se han comunicado; en el segundo, indicando que la apreciación cambiaria era suficiente para hacer el trabajo de reducir la inflación hacia el rango meta.

Un tema táctico que no se podía eludir se refería al foco que el mercado pondría en la inflación de marzo. Debido a que en dicho mes se producen aumentos estacionales vinculados a la indización, la magnitud de la variación del IPC en marzo sería leída como antecedente clave para evaluar la existencia de propagación indeseada de la mayor inflación reciente. En este sentido, la decisión de mantener en esta reunión se exponía al riesgo de tener que generar un incremento de la TPM significativo en abril en caso de que la sorpresa inflacionaria fuera relevante. Un aumento de la TPM ahora mitigaría este riesgo. Por otro lado, se consideraba que en caso de mantener el sesgo en esta ocasión, la divulgación de un nuevo IPoM en mayo haría difícil no validar el sesgo en abril, incluso con una inflación cercana a las proyecciones del IPoM de enero.

Por último, con relación a la dinámica cambiaria, en la medida que se estimara que las fluctuaciones recientes eran producto de una sobre-reacción basada en expectativas alejadas de los fundamentos, la mantención de un sesgo al alza podría sostener o acentuar este proceso de apreciación.

3. Decisión de política monetaria

Todos los Consejeros destacaron, en el ámbito externo, el hecho que se seguían acumulando signos de deterioro de la economía estadounidense, siendo lo más relevante que la incertidumbre y los riesgos respecto del escenario externo habían aumentado. Un Consejero señaló que le parecía inquietante la percepción de que el sistema financiero de EE.UU. estuviese siendo afectado en su capacidad para otorgar créditos y que pese a la agresiva reacción de la Reserva Federal algunos segmentos del mercado de capitales comenzaban a evidenciar situaciones de mayor riesgo que podrían derivar en la insolvencia. Varios Consejeros agregaron que además se observaban señales de debilitamiento en otras economías desarrolladas, mientras el mundo emergente parecía hasta ahora relativamente aislado de esta crisis y se beneficiaba de los elevados precios de las materias primas. Algunos Consejeros indicaron que no había duda de que una desaceleración del mundo desarrollado, en especial si iba acompañada de un deterioro significativo del sistema financiero, afectaría tarde o temprano al mundo emergente y a los precios de las materias primas.

Respecto del precio internacional de las materias primas, todos los Consejeros destacaron el aumento que habían mostrado en lo más reciente. Uno de ellos señaló que el aumento de estos precios había intensificado la preocupación por la inflación, la que se planteaba, en esos momentos, como un problema global.

Todos los Consejeros señalaron que la información de enero confirmaba la debilidad de la actividad económica interna, con lo que se comenzaba a materializar el escenario sesgado a la baja que, en materia de actividad, se había presentado en el IPoM de enero. Varios Consejeros destacaron también el efecto negativo que la sequía y las dificultades energéticas estaban teniendo en las perspectivas de la actividad. Todos los Consejeros señalaron que, pese a la debilidad de la actividad, la demanda interna mantenía su dinamismo. Uno de los Consejeros indicó que, a su juicio, aunque la demanda seguía vigorosa, su aumento se había traducido fundamentalmente en menores exportaciones netas, lo que, por no afectar la brecha, tenía un bajo impacto inflacionario. Además, agregó este Consejero, que el menor dinamismo de la actividad debería implicar menores presiones inflacionarias. Otro Consejero mencionó que, a pesar de la

fortaleza que mostraba la demanda, era razonable pensar que la menor actividad en Estados Unidos repercutiría tarde o temprano en otras regiones, incluido Chile. Respecto de sus implicancias, prosiguió este Consejero, se debía considerar que aún no había indicios de ello y que, hasta ahora, las revisiones a la baja en el crecimiento de los países desarrollados en el bienio 2008-2009, aun siendo relevantes y con un nivel de incertidumbre importante, parecían acotadas.

Algunos Consejeros indicaron que la evolución del costo de la mano de obra seguía en rangos coherentes con las cláusulas habituales de indexación, sin sugerir que hubiera efectos de segunda vuelta más allá de la dinámica normal. Uno de estos Consejeros agregó que, aunque el fuerte aumento de la fuerza de trabajo había tendido a reducir la estrechez en el mercado laboral lo que contenía los aumentos de costos, la evolución de la productividad ponía una señal de alerta en los costos laborales unitarios.

Varios Consejeros destacaron el incremento de las compensaciones inflacionarias, en especial después de la publicación del IPC de febrero. Un Consejero indicó que si este aumento de la compensación era el reflejo de un incremento significativo de las expectativas inflacionarias, ello podía tener efectos muy negativos sobre la evolución de la inflación, requiriendo de dosis más fuertes de ajuste monetario. Varios Consejeros mencionaron que, no obstante, la evaluación del incremento de las compensaciones inflacionarias apuntaba a que había un aumento importante de la prima de riesgo y que, por lo tanto, no había una evidencia clara de desanclaje de expectativas. Uno de estos Consejeros señaló que un indicador más confiable en las actuales circunstancias era la Encuesta de Expectativas Económicas, que mostraba un aumento en las proyecciones de inflación que era considerablemente inferior al incremento de las compensaciones inflacionarias. Otro de estos Consejeros agregó que, en todo caso, a su juicio se debía seguir muy de cerca la evolución de todos los indicadores de expectativas de inflación, de manera de asegurar que la credibilidad de la meta se mantuviera. Ello implicaba, prosiguió este Consejero, que se debía reiterar que el objetivo operacional del Banco Central era llevar la inflación en torno a 3% en un horizonte en torno a dos años. Pero, añadió, también implicaba que se debían tomar las decisiones de política monetaria que fuesen coherentes con dicha meta.

Varios Consejeros destacaron que las noticias de inflación del último mes reforzaban la preocupación por su evolución futura. En particular, agregaron, por el aumento del precio de las materias primas y de los alimentos. Uno de estos Consejeros destacó que había aumentado la percepción de que los precios se mantendrían altos, lo que a su juicio tenía implicancias de primer orden sobre la inflación y sus expectativas de corto y mediano plazo. Varios Consejeros indicaron que a lo anterior se sumaban los posibles efectos en la inflación de

una sequía que podía extenderse en el tiempo. Otro Consejero apuntó que la posible materialización de la rebaja del impuesto específico a la gasolina, sumada a la operación del Fondo de Estabilización del Precio del Petróleo, hechos que no estaban contemplados en el escenario base del IPoM de enero, deberían contribuir a la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte de política. Un Consejero destacó que, en este contexto, las proyecciones de inflación para los próximos meses se habían ajustado al alza, pero la incertidumbre asociada era alta. Otro Consejero mencionó que la alta incertidumbre que rodeaba las novedades recientes hacía que la decisión de política monetaria fuera más compleja. Agregó este Consejero, que si los factores internos y externos que impulsan la inflación futura, incluida la sequía, resultaran más persistentes que lo estimado y ello se tradujera en mayores precios de alimentos, esto daría base para las mayores expectativas de inflación privada que sugerían los precios de los activos financieros. Por el contrario, continuó este mismo Consejero, en un escenario menos pesimista en materia de precios de alimentos y suponiendo una mayor persistencia de la apreciación cambiaria, el panorama inflacionario podría ser más benigno y contemplar incluso una convergencia de la inflación a la meta más temprana que la prevista en el IPoM de enero.

Todos los Consejeros destacaron que una de las principales noticias del mes había sido la continuación de la significativa apreciación del peso. Algunos de ellos agregaron que con ello, se profundizaba la desviación del tipo de cambio real respecto de los valores coherentes con sus fundamentos en el largo plazo. Un Consejero llamó la atención de que no podía descartarse que la depreciación del dólar estadounidense en el mundo aumentara la inflación internacional. Varios Consejeros indicaron que, de persistir, este cuadro de apreciación cambiaria tendría efectos sobre la trayectoria de la actividad y, muy especialmente, sobre la trayectoria de la inflación, que debían ser monitoreados y procesados con atención para efectos de las decisiones del Consejo. Otro Consejero señaló que parte de la apreciación podría estar compensando alzas en los precios internacionales en dólares, por lo que su efecto desinflacionario podría ser menor. Agregó este Consejero que, aun en el caso de que el menor tipo de cambio nominal pudiera ser totalmente traspasado hacia menores precios internos de los bienes transables, su efecto era acotado. Prosiguió este mismo Consejero, indicando que a su parecer, por ahora, y a falta de un análisis más profundo, la incertidumbre sobre el alcance de este mecanismo de transmisión era lo suficientemente grande como para determinar la decisión de política monetaria. Finalizó este Consejero señalando que, a su juicio, el riesgo de hacer descansar el descenso de la inflación y el anclaje de las expectativas en la desaceleración de la economía de Estados Unidos o en el ajuste cambiario era a estas alturas alto, especialmente en un contexto en que la inflación era elevada y la credibilidad del Banco Central estaba a prueba.

Respecto de la posibilidad de disminuir la TPM, un Consejero la descartó, por ahora, puesto que la inflación seguía siendo muy alta y, en esas circunstancias, una relajación de la política monetaria tendría efectos adversos sobre la formación de expectativas y aumentaría los riesgos de propagación. Otro Consejero indicó que la corrección de las expectativas de inflación al alza mantenía bajas las tasas de interés reales de corto plazo, lo que sumado a una caída en las tasas de interés de largo plazo, como respuesta a los acontecimientos internacionales, limitaba en parte la efectividad de los últimos ajustes de política monetaria. Lo anterior, añadió este Consejero, sumado a los *shocks* de oferta enfrentados, la persistencia esperada de estos y la tasa de crecimiento de la demanda interna, sugerían que no había espacio para relajar la política monetaria.

En cuanto a la opción de aumentar la TPM en 25 puntos base, algunos Consejeros indicaron que ello dependía en parte importante de la evaluación del nivel de la TPM en que se cerraría el ciclo de ajuste monetario. Agregaron que, dada la incertidumbre prevaleciente, era posible que un aumento en esta oportunidad no permitiera cerrarlo. Indicaron también estos Consejeros que, dado el contexto de muy alta incertidumbre donde se debía tomar la decisión actual, era razonable esperar que las noticias que se habían acumulado decantaran para evaluar con mayor información la persistencia de los *shocks* recientes. Uno de estos Consejeros añadió que era posible argumentar que un alza de 25 puntos base tendría efectos positivos en las expectativas y con ello reforzaría la convergencia inflacionaria o que, como argumentó antes, permitiría adelantar el cierre del actual ciclo de tasas aportando certidumbre al mercado. Sin embargo, estimó este Consejero, un alza conllevaba riesgos altos considerando la evolución del escenario externo, más aún contemplando que, al mismo tiempo, existían fuerzas en operación que apoyaban la convergencia inflacionaria en el horizonte de política.

Otro Consejero señaló que, en su opinión, se debía considerar que las políticas de estabilización, cuando han coincidido con desalineamientos cambiarios pronunciados, no habían tenido efecto permanente, ni en Chile ni en otras economías. Por ello, agregó este Consejero, profundizar el efecto estabilizador a costa de exacerbar otros desequilibrios macroeconómicos estaba fuera de lo que él creía razonable. Prosiguió este mismo Consejero, indicando que, a su juicio, el papel de la política monetaria era acercar la economía lo más rápidamente posible a su equilibrio estacionario, del que era parte una inflación equivalente a la meta. Agregó que, sin embargo, creía que acercar la inflación a su nivel meta a costa de alejar alguna otra variable de su equilibrio estacionario era incoherente con los objetivos de la política monetaria, por lo que a su juicio el esfuerzo antiinflacionario debía hacerse de manera duradera, sin que ello exacerbara otros desequilibrios peligrosos. Añadió este Consejero que, en su parecer, el atraso cambiario no era una forma legítima, en el sentido de duradera, de lograr una

meta que se había definido permanente, ya que existía una amplia evidencia de que los desalineamientos cambiarios se corregían con brusquedad. Señaló también este Consejero que, a su juicio, corresponde discutir en profundidad si el nivel actual del tipo de cambio está o no respaldado por fundamentales. Mientras ese diagnóstico esté pendiente, un aumento de la TPM eleva el riesgo que exista un riesgo de desalineamiento cuya reversión brusca genere efectos inflacionarios y contractivos serios en el futuro.

Respecto del sesgo de la política monetaria, todos los Consejeros señalaron que debía evaluarse su mantención tanto en función de la coherencia con la decisión sobre de la TPM como de sus efectos sobre la situación cambiaria. Uno de estos Consejeros indicó que, en su opinión, la mantención del sesgo probablemente tenía un efecto mayor sobre las expectativas de TPM del sector privado que la decisión de aumentarla en 25 puntos base en la reunión. Ello, agregó este Consejero, significaría que el diferencial de tasas de interés proyectado a futuro sería correspondientemente mayor y, si se aceptara que el tipo de cambio había experimentado una sobre-reacción, la mantención del sesgo podría acentuarla. Algunos Consejeros señalaron que la opción de mantener la TPM y eliminar el sesgo no parecía coherente con el panorama inflacionario que se enfrentaba. Otro Consejero indicó que, a su juicio, era necesario remarcar que en el escenario más probable habría que volver a subir la TPM en el futuro cercano para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación.

4. Acuerdo

El Consejo acordó con los votos del Presidente señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Desormeaux y los Consejeros señores Marfán y Marshall mantener la tasa de interés de política monetaria en 6,25%. El Consejero señor Claro manifestó su decisión de aumentarla en 25 puntos base.