



Reunión de Política Monetaria: Alza de 25 pb en la TPM

- El comunicado anticipa que “pueden ser posibles ajustes adicionales” en la TPM.
- El lenguaje utilizado apunta a anclar las expectativas, asegurando acción en caso de continuar las presiones sobre la inflación.
- La utilización de un condicional (“pueden ser posibles”) refleja la incertidumbre sobre el impacto que tendrá la crisis de liquidez en los mercados internacionales de capital.
- Esperamos un aumento adicional de 25 pb durante el primer trimestre de 2008.

El comunicado condiciona la tendencia en la TPM

Aparte del alza de 25 pb, los puntos más importantes del comunicado son los siguientes: primero y más importante, se incluye una tendencia (aunque condicionada) sobre la TPM. De esta manera, se deja atrás el sesgo neutral explícito desde la reunión de octubre.

Sin embargo, el Consejo se da espacio para no comprometerse con acciones que tenga que revertir en el muy corto plazo. En particular, parece especialmente preocupado por el impacto que pueda tener la crisis de liquidez en los mercados internacionales de capital sobre la economía chilena. Este es el segundo punto importante del comunicado. De esta manera, se dice que “se configura un panorama externo relevante para la economía chilena que **presenta mayores riesgos adversos a futuro**”.¹ Esto, a diferencia de comunicados anteriores donde se hacía énfasis en lo positivo del entorno internacional.

La decisión de la Reserva Federal será un factor clave

Hacia delante, uno de los principales eventos a considerar, será la decisión de la Reserva Federal a producirse a finales de este mes. De acuerdo a nuestras expectativas², la autoridad monetaria de los EE.UU. podría reducir en

cuando menos 25 pb su propia tasa de política. Si la decisión incluyera una disminución de 50 pb, apuntando a una preocupación creciente sobre el crédito y el gasto de familias y empresas, el diferencial de tasas entre los dos países alcanzaría los 250 pb, después de ser igual a cero hace apenas 6 meses.

Sin embargo, las expectativas domésticas serán de mayor importancia

Otro factor a considerar será el de las expectativas de inflación. Aunque el comunicado afirma que las expectativas de inflación de mediano plazo se encuentran ancladas alrededor del objetivo, la encuesta a analistas muestra perspectivas a dos años superiores al 3% por primera vez en casi 6 años. Dado el sorpresivo dato de enero, muchos agentes de mercado han ajustado sus previsiones sesgándolas al alza. De darse este escenario, es posible que continúe la tendencia al alza en las expectativas, lo que podría obligar al Banco Central a actuar de una manera más enérgica.

Esperamos 25 pb más en el primer trimestre

La última pregunta que hay que responder aquí es **¿hasta dónde llegará este ciclo de alzas en la TPM?** A este respecto, las variables a considerar son varias, pero pueden ser resumidas en las utilizadas en un análisis asociado simple: desviación de las expectativas

¹ El énfasis (negrita) fue añadido por nosotros.

² Ver por ejemplo [FedWatch, January 2, 2008](http://www.fedwatch.org/2008/01/02/).

de inflación respecto al objetivo, brecha de producto, tipo de cambio y tasa de interés neutral.

El mayor riesgo a futuro es un incremento adicional en las expectativas

Respecto a nuestras perspectivas sobre la inflación, estas implican que la variación interanual del IPC alcanzaría valores alrededor del 8,5% en el mes de marzo.³ Sin embargo, a 12 meses vista prevemos un regreso a inflaciones alrededor del 4%, impulsadas por un tipo de cambio más apreciado, una disminución en el precio del petróleo, menores aumentos en precios en electricidad durante 2008 y una moderación del crecimiento de la demanda interna. De todas maneras, el mayor riesgo para la política monetaria parece ser un desalineamiento de las expectativas que obligue a acciones de mayor impacto.

La moderación de la demanda interna comenzaría a ser importante en 2008

Respecto a la brecha de producto, nuestras estimaciones de crecimiento para 2008 implican que durante el primer semestre de este año, la economía continuará presentando un dinamismo parecido al observado durante la última parte de 2007. Esto implicaría un año entero de crecimiento por debajo del llamado producto tendencial, lo que abriría la posibilidad de mayor capacidad ociosa y, por lo tanto, menores presiones sobre precios. Un indicador que apunta en este sentido es la moderación en el crecimiento del empleo.

El tipo de cambio jugará a favor del BCCh

Uno de los puntos más discutidos durante los últimos días es el posible impacto del diferencial de tasas sobre el tipo de cambio. Aunque ciertamente podemos esperar una tendencia apreciadora (debilidad del dólar) en el corto y mediano plazo, nuestras expectativas de moderación en la actividad y mantenimiento de la volatilidad en los mercados internacionales de capital pondrían un límite al movimiento de la

divisa. De todas maneras, esperamos que el dólar cotice en promedio, entre un 7 y un 10% más barato en 2008 respecto a 2007.

Aunque los riesgos siguen siendo al alza, creemos que las alzas en la TPM siguen estando limitadas

Finalmente, está el tema de qué tan restrictiva es actualmente la política monetaria (i.e. qué tan lejos se encuentra la TPM de su nivel neutral). Uno de los argumentos utilizados para subir la tasa en la anterior reunión fue que la actual posición sería todavía expansiva.⁴ Lo anterior es importante ya que en un momento en el cual se observa una moderación en la actividad, y sobre todo, en la demanda interna, una política monetaria relativamente más restrictiva podría generar una reversión de las decisiones en el muy corto plazo. A este respecto, pensamos que si nuestras previsiones de inflación para los siguientes tres meses se cumplen, y por lo tanto, las expectativas de analistas y el mercado a un año corrigen hacia un nivel más cercano al rango 3,5-3,7, el aumento que esperamos de la TPM (25pb más en el primer trimestre) la pondría en un rango neutral.

Hacia la segunda parte de 2008, esperamos comenzar a ver una desaceleración de la inflación que pudiera permitir cambiar el sesgo de la política monetaria. Más aún, si la moderación del consumo se confirma durante el primer semestre del año, podríamos ver un punto de inflexión en la política monetaria hacia finales de 2008 o principios de 2009. Sin embargo, el nivel de incertidumbre sigue siendo alto y los riesgos, por el momento, continúan siendo al alza sobre la inflación.

³ Ver [Perspectivas de inflación, enero 2008](#).

⁴ Ver [Minuta de la Reunión de Política Monetaria del 13 de diciembre de 2008](#).

