

Reunión de Política Monetaria

JULIO 2008

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 125 celebrada el 10 de julio de 2008

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

Asiste el Ministro de Hacienda, señor Andrés Velasco Brañes.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle; el Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldivar; el Gerente de División Estudios, don Pablo García Silva; el Gerente de División Política Financiera Subrogante, don José Manuel Garrido Bouzo; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo; el Gerente de División Estadísticas, don Ricardo Soto Vicuña Poblete; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Claudio Soto Gamboa; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Matías Bernier Bórquez; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Rodrigo Cifuentes Santander; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; la Economista Senior, doña Erika Arraño González; y el Secretario General, don Jorge Court Larenas.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

En junio la inflación nuevamente había tenido un incremento significativo, con alzas relevantes en los precios de los alimentos y de los combustibles, alcanzando una variación mensual de 1,5% el IPC y de 0,8 y 0,5% el IPCX e IPCX1, respectivamente. En términos anuales, también se registraban incrementos en sus variaciones, alcanzando niveles de 9,5%; 8,7 y 8,4% para el IPC, IPCX e IPCX1, respectivamente. Las velocidades trimestrales del IPC e IPCX1 habían aumentado respecto del mes anterior, mientras que la del IPCX disminuía levemente. Los indicadores de inflación subyacente continuaban mostrando

tasas elevadas, presentando mayores crecimientos anuales que el mes previo. La media podada por artículos (MPA) pasaba de 6,1 a 6,4% en doce meses, mientras aquella que poda los componentes más volátiles (TMVC), aumentaba de 4,0 a 4,1%. Asimismo, tanto la medida de IPC que excluye alimentos y energía como la del IPCX1 sin alimentos, habían registrado aumentos en su crecimiento anual, anotando 4,7 y 4,5% respectivamente (4,4 y 4,3% el mes pasado).

Estos antecedentes sugerían que la convergencia de la inflación a 3% podría tener un rezago mayor al previsto en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). Sin embargo, la velocidad a la que se daría era difícil de estimar sin una revisión completa del escenario base de proyección.

Respecto de los costos, en mayo la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales había aumentado, ubicándose en rangos de entre 7,2 y 8,9%, dependiendo de la medición que se considere. En todo caso, se seguía estimando que su evolución era acorde con las cláusulas habituales de indexación. Las medidas de costos laborales unitarios registraron en mayo un aumento en la tasa de crecimiento anual respecto del mes anterior, atribuido principalmente a una disminución en la tasa de variación de la medida de productividad.

En este contexto de mayores niveles de inflación, tipo de cambio y precio internacional del petróleo, y pese a un incremento de la Tasa de Política Monetaria (TPM) en la reunión pasada superior a lo esperado, las expectativas de inflación habían seguido aumentando. Al cierre de esta minuta, la encuesta a mesas de dinero indicaba que la inflación esperada a doce meses alcanzaría a 6,9% anual (5,50% en junio), mientras que la esperada a 24 meses sería de 5,25% (4,50% en junio). La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) indicaba que la inflación esperada a un año era un punto porcentual superior a la esperada el mes pasado, alcanzando a 5,5%, mientras a dos años, anticipaba una inflación de 3,8% (0,3 punto porcentual por sobre la esperada en junio). Respecto de las expectativas que se extraían del Índice de Percepción de la Economía (IPEC) de junio, el porcentaje de personas que respondía que la inflación en los próximos doce meses subirá “mucho” se mantenía elevado (sobre 70%). Las expectativas de inflación anual que se extraen del Índice de Confianza Empresarial (IMCE) para el sector comercio, pasaron entre mayo y junio desde un promedio de 5,52% a uno de 5,94%; mientras las de la industria lo hicieron desde 5,92 a 6,33%. Esto también se recogió de información casuística en regiones, donde la principal preocupación era el costo de la energía y de la mano de obra, y en que una gran mayoría de los encuestados en distintos sectores económicos opinaban que la inflación superaría 4% en los próximos dos años. Las compensaciones inflacionarias experimentaban aumentos superiores a 80 puntos base respecto de sus niveles al cierre de la reunión anterior: la 1 en 1 se ubicaba en 5,8%,

mientras la 3 en 2 y la 5 en 5 se encontraban en 4,8 y 4,5%, respectivamente. Todo lo anterior, indicaba que, más allá del incremento en las primas por riesgo que se había verificado con anterioridad, las compensaciones inflacionarias estaban dando cuenta de un escenario de inflación claramente mayor al antes previsto.

Las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central habían registrado significativos incrementos durante el último mes, siendo las más afectadas las de menor plazo (120 puntos base en los BCP a 2 años). Las tasas de los documentos indexados a la UF, aunque con alta volatilidad en el mes, asociada a las noticias de incremento de la TPM y de inflación de junio, se ubicaban en niveles muy similares a los vigentes para la reunión anterior y a su promedio del último año.

Durante mayo la actividad había tenido un descenso en su tasa de crecimiento anual. El Imacec aumentó 2,1% (2,9% al considerar el efecto calendario) y seguía mostrando el patrón de un mayor dinamismo en no transables y uno menor en industria y minería. En industria, se había observado un bajo desempeño con caídas puntuales en algunas ramas de producción, mientras en minería se daba una menor producción tanto de cobre como de molibdeno. Destacaba también la menor caída de la actividad de Electricidad, Gas y Agua (-12% comparado con -20% promedio en marzo y abril), lo que estaba en línea con el mayor aporte hídrico en la generación eléctrica. En comercio, si bien los datos del mes daban cuenta de un bajo dinamismo del sector, la comercialización de maquinarias y equipos seguía creciendo a tasas relevantes, en línea con la evolución de las importaciones de bienes de capital. Esta información era en todo caso, acorde con el rango de proyección para el PIB del 2008 de 4 a 5% con sesgo a la baja considerado en el IPoM de mayo, mostrando los vaivenes propios de la información que se recibía mes a mes.

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo privado mostraban que este ítem se desaceleraba menos que lo previsto en el último IPoM, especialmente en su componente durable, mientras el componente habitual estaba en línea con lo esperado. Las importaciones de consumo seguían creciendo a tasas anuales relevantes, especialmente su componente durable (automóviles, artículos electrónicos, celulares, etc.). Sin embargo, las expectativas de los consumidores continuaban deteriorándose, alcanzando su nivel más bajo desde septiembre del 2001 (33,4). Respecto de las condiciones financieras, con datos preliminares se estimaba que en junio la tasa de crecimiento anual de las colocaciones a personas se había reducido. Ello, principalmente por la desaceleración de las colocaciones de consumo —que alcanzaban la menor tasa de variación nominal anual en los últimos seis años—, y una leve caída en el stock de las colocaciones

de vivienda durante el mes. En relación con los agregados monetarios, la tasa de crecimiento anual del dinero M1 era similar a la del mes pasado (12,6%). Las cifras del mercado laboral eran el principal apoyo a la evolución del consumo. El empleo continuaba creciendo a tasas anuales del orden de 2,5%, con una composición en que el empleo asalariado crecía con fuerza (por sobre 5% anual) y el empleo por cuenta propia seguía cayendo en términos anuales. La fuerza de trabajo seguía aumentando a tasas de entre 3,5 a 4% anual, mientras la tasa de desempleo, eliminada estacionalidad, se había mantenido en 7,8% en los últimos tres trimestres móviles.

Por su parte, la inversión seguía mostrando un panorama auspicioso del ítem maquinaria y equipos, sustentado en importaciones de bienes de capital que superaban US\$2.800 millones en el segundo trimestre. Esto se había dado incluso en un contexto en que las colocaciones a empresas se mantenían creciendo 21% nominal en lo que iba del año.

En el plano externo, las preocupaciones también se centraban en el escenario de mayor inflación. Junto con aumentos generalizados en las cifras de inflación, se observaban incrementos en las expectativas de inflación en una amplia gama de países. Como respuesta a ello, varias economías, especialmente emergentes, habían comenzado a aumentar sus tasas de referencia, mientras otras habían sugerido el término de sus ciclos de bajas de tasas. Además, las expectativas de movimientos en las tasas de política monetaria, tanto de economías desarrolladas como de emergentes, también incorporaban alzas en los meses venideros. En particular, durante el mes y según lo esperado, el Banco Central Europeo había subido su tasa de referencia en 25 puntos base, ubicándola en 4,25% y el mercado continuaba esperando un aumento adicional de la misma magnitud en lo que restaba del año. En EE.UU. y Japón las autoridades monetarias habían mantenido sus tasas de referencia respectivas y las expectativas en ambas apuntaban a un aumento de 25 puntos base antes de fin de año. De todos modos, el entorno financiero internacional continuaba incierto, lo que podía provocar desafíos importantes a los bancos centrales. En materia de crecimiento mundial, las perspectivas se mantenían relativamente estables, pues pese a las mejores cifras del primer trimestre en las principales economías desarrolladas, se estimaba que la actividad se debilitaría hacia la segunda mitad del año. En EE.UU., si bien el consumo se veía favorecido por efecto del estímulo fiscal, el deterioro en los indicadores de confianza, la debilidad del mercado laboral y el deterioro en el ingreso disponible de los hogares mantenía los riesgos para este componente. Con todo, destacaba que las perspectivas del crecimiento de China se corregían al alza para el 2008.

Las tasas de interés de largo plazo daban cuenta del escenario más inflacionario en EE.UU. y en la Zona Euro, aunque la publicación de cifras más negativas para el crecimiento y temores respecto de la situación del mercado financiero había revertido esta tendencia en los últimos días. En Japón predominaban perspectivas más débiles para el crecimiento. Así, las tasas de interés de largo plazo en las principales economías desarrolladas se ubicaban en niveles similares o algo por debajo del registro de hace un mes.

Los mercados bursátiles mostraban caídas importantes en el mes, lo que en los mercados emergentes se reflejaba en una caída en los flujos de cartera. Además, habían aumentado las primas por riesgo soberano. El dólar casi no mostraba cambios frente a sus principales socios comerciales.

El aumento en los precios de las materias primas y en particular, de la energía y los alimentos, seguía contribuyendo al deterioro en las perspectivas de inflación. Durante el mes, el precio del petróleo WTI había alcanzado nuevos máximos históricos, aumentando cerca de 5%, tras lo cual se encontrarían renovadas tensiones geopolíticas en países oferentes, en un contexto en que continuaban las restricciones de oferta. Ello se reflejaba en un aumento en las proyecciones de precio basadas en los contratos futuros. En el caso del cobre, conflictos laborales en importantes países productores estaban afectando la oferta, con lo que su precio registraba una trayectoria alcista, transándose la libra del metal cerca de 8% por sobre su valor de hace un mes. Los granos también habían registrado aumentos de precios.

Respecto de las paridades de monedas, comparados los niveles al cierre de esta minuta con los que estaban vigentes al momento de la reunión de junio, el peso continuaba depreciándose (5,5%), variación que era mayor en los días previos a la publicación de los datos del IPC de junio. A su vez, en igual lapso, los índices multilaterales TCM y TCM-5 se habían depreciado en una magnitud similar, y el TCM-X, lo había hecho en 4,4%. En cuanto al tipo de cambio real (TCR), se estimaba que promedió 95,4 en junio (en su medida 1986=100), y considerando los valores *spot* al cierre de esta minuta alcanzaría a 98,3 en julio.

Bajo este escenario de mayores perspectivas de inflación en el mediano plazo, las expectativas de mercado respecto de la TPM que se derivan de los precios de los activos financieros y de las encuestas, apuntaban a que se registrarían nuevas alzas en el horizonte de proyección. Así, las tasas *swap* anticipaban un incremento de la TPM de al menos 50 puntos base de aquí a tres meses, alcanzando a 7,75% a comienzos del 2009 y registrando un nuevo aumento de 25 puntos base a mediados de ese año. A su vez, la EEE preveía que se registraría un alza de la TPM de 50 puntos base en esta reunión, de otros 25 puntos base más en la

reunión de agosto o septiembre, para finalizar el 2008 en 7,75% y volver a 7% a fines del 2009. En tanto, las expectativas que se deducían de la curva *forward* anticipaban un aumento de la TPM del orden de 100 puntos base de aquí a tres meses, alcanzando a 8,25% en el primer trimestre del 2009.

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió respecto de la inflación nacional y sus símiles externas. Se comentó que, comparada con el resto de las economías de Latinoamérica, la mayor inflación interna respondía principalmente a los mayores precios de la energía eléctrica. En términos de composición de la inflación, se señaló que era extraño que la inflación de alimentos fuera tan alta en Chile, incluso cuando se comparaba con otras economías emergentes. Se entendía que esto era razonable para las economías desarrolladas, pues la incidencia de alimentos en la canasta del índice era menor, sin embargo en el resto de las economías, era similar a la de Chile. Se acotó que esto podía obedecer a elementos idiosincrásicos, tales como las heladas del año pasado, el mayor precio de la energía y a una cierta reticencia de los márgenes a absorber los mayores costos, traspasándolos en su totalidad a precios finales. Se añadió también que la mayor parte de los alimentos que habían subido de precio correspondían más bien al grupo de los no-transables.

Se discutió sobre las perspectivas del precio de las materias primas. Se señaló que el caso del cobre era distinto al del petróleo, pues la producción del primero era almacenable a bajos costos, a los inventarios en bolsa se le podían sumar los de las compañías y, por tanto, cuando caía la producción era más probable que los inventarios de las empresas llegaran al mercado, ajustando más rápidamente los precios. Para el caso del petróleo, los inventarios no necesariamente harían reaccionar el precio, pues se creía que un alto porcentaje de ellos eran mantenidos por los países no productores.

Se discutió acerca de las razones tras la caída de las bolsas en las economías emergentes. Se indicó que, ante un escenario de mayor incertidumbre y de alta turbulencia en los mercados financieros, no era extraño que los inversionistas optaran por una recomposición de portafolios hacia renta fija o hacia instrumentos más seguros que aquellos que representaban a las economías emergentes. A lo anterior se sumaba la preocupación por la inflación.

Respecto del mercado laboral, se discutió sobre la dinámica de los salarios y su vínculo con la inflación. Se destacó que los salarios reales habían dejado de caer, pero no estaba claro si esto significaría mayores presiones salariales o si su evolución seguiría acorde con las cláusulas habituales de indexación.

En cuanto a los costos laborales unitarios era más difícil extraer conclusiones, puesto que dependían de la medida de productividad que se utilizara. También se discutió sobre el sostenido cambio en la composición del empleo entre asalariado y cuenta propia, que podría ir más allá de lo que inicialmente se esperaba por la entrada en vigencia de la Ley de Subcontratación. Se indicó que esto podía obedecer a un cambio entre sectores, como por ejemplo, que una caída del empleo en agricultura había sido compensada por un crecimiento en construcción y comercio.

Se discutió respecto del crecimiento del gasto fiscal. Se indicó que se estimaba que en la segunda parte del año este sería menor que en la primera, porque debería haber un efecto de la mayor inflación en la cifra inicialmente prevista, porque el Fisco estaba conteniendo el gasto y porque en la comparación anual se debía tener en consideración lo efectivamente ejecutado en el 2007, dato que no se conocía cuando se hizo el presupuesto del 2008.

Se discutió sobre los posibles efectos de segunda vuelta en la inflación. Se señaló que a partir de la información disponible no era posible determinar si estos eran mayores o menores que los históricos. Sin embargo, bajo el actual escenario se debería esperar que los efectos de segunda vuelta fueran proporcionales a los *shocks* que ha tenido la inflación. Se acotó que esto no era tan simple de dilucidar, pues se podía estar en presencia de nuevos *shocks* y no solo de propagación de los *shocks* pasados. Asimismo, se señaló que era necesario tener claro qué se entendía por efectos de segunda vuelta, porque existían al menos dos elementos por los que la inflación aumentaba mecánicamente y que no respondían a expectativas. Por un lado, las cláusulas de indexación de los salarios y, por otro, que existían procesos en que la estructura de producción era lo suficientemente rígida como para que un cambio en el precio del insumo se traspasara al precio del producto final automáticamente. En cuanto a la evidencia empírica, se observaba un aumento en los márgenes de algunos alimentos, que podía ser coherente con una perspectiva de mayores costos y/o con una demanda que seguía robusta, sin descartar los efectos de la trayectoria de la paridad peso-dólar.

2. Opciones

Los antecedentes sugerían la necesidad de ajustar nuevamente la TPM en esta reunión. El Consejo estimó, sin embargo, que un aumento de 25 puntos base sería insuficiente dado el deteriorado panorama inflacionario. Por ende, se consideró que las opciones más plausibles eran incrementar la TPM en 50 o en 75 puntos base.

Dada la magnitud de la desviación del panorama inflacionario, tanto respecto de lo contenido en el IPoM como de la meta misma, los criterios relevantes para ponderar una u otra opción, además de la eventual inclusión de un sesgo, eran tres: (i) la magnitud del ajuste monetario requerido para que la inflación convergiera a 3% en el horizonte deseado; (ii) la temporalidad con la que el ajuste se deseaba implementar; (iii) la evaluación de la credibilidad del Banco, tanto de su compromiso antiinflacionario como de su capacidad de lograr una reducción de la inflación.

Por ahora, se estimaba que la magnitud del ajuste monetario total superaba con una elevada probabilidad una eventual decisión de alza de la TPM de 50 puntos base en esta ocasión. Esto era congruente con los resultados de la EEE y la lectura de los precios de activos financieros. Estos antecedentes también indicaban que, dadas las actuales circunstancias, era posible que se requiriera un ajuste acumulado de la TPM incluso superior a 75 puntos base. Los análisis realizados internamente, sin el detalle ni la profundidad del que se hace en las discusiones de los IPoM, iban en la misma dirección.

Dado lo anterior, era importante evaluar por qué no considerar dentro de las opciones un incremento incluso mayor que 75 puntos base. Por un lado, todavía había grados relevantes de incertidumbre sobre la dosis de ajuste monetario requerida. Por otro, un ajuste muy agresivo podía dar pie a interpretaciones erradas de que el Banco tenía información más negativa que la divulgada. Por último, los mecanismos de transmisión de la política monetaria podían sufrir dislocaciones que amplificaran insospechadamente el impacto de ajustes en la TPM, si estos eran muy por sobre lo habitual. Estas consideraciones también entraban, más mitigadas, en el balance de las opciones entre un aumento de 50 y 75 puntos base en esta ocasión y en la discusión de la temporalidad en la aplicación de los ajustes monetarios.

A partir de lo anterior, un ajuste de 50 puntos base en esta ocasión, con alta probabilidad, requería ser continuado en meses próximos con una o varias alzas adicionales, lo que sugería incluir un sesgo en la comunicación de la decisión. Un ajuste de 75 puntos base disminuía, en ese sentido, la probabilidad de incluir un sesgo.

Finalmente, se podía argumentar que un ajuste de la TPM más agresivo en esta ocasión apoyaba más la credibilidad del Banco que uno menor. Sin embargo, era necesario tomar en cuenta que la comunicación global de la política monetaria requerida en las actuales circunstancias, incluyendo no solo la decisión misma sino también el tenor del comunicado y la eventual inclusión de un sesgo, era el elemento central a la hora de darle credibilidad a la política monetaria del Banco.

Lo anterior incidía en temas comunicacionales o tácticos que, como era habitual, se debía tener en cuenta para ponderar las alternativas planteadas. El mercado anticipaba de forma muy mayoritaria un ajuste al alza de la TPM de 50 puntos base, por lo que un ajuste mayor podría ser sorpresivo. Sin embargo, se estimaba que la consideración táctica central estaba en si el Banco Central de Chile señalaría una dirección para ajustes futuros en la TPM, los que, como se mencionó, estaban claramente internalizados por el mercado. En ese sentido, la ausencia de un sesgo en una decisión de alza de 50 puntos base sería probablemente leído como una política monetaria más blanda que la esperada. Esta eventualidad era menos probable en caso de que se decidiera excluir el sesgo en un aumento de la TPM de 75 puntos base.

3. Decisión de política monetaria

Los Consejeros consideraron un conjunto amplió de antecedentes en su decisión, incluidos los referidos al comienzo de esta minuta. Todos ellos coincidieron en que las principales noticias del mes eran el elevado registro de inflación de junio y el significativo incremento en las expectativas de inflación a distintos plazos. Varios Consejeros señalaron que el aumento del IPC en junio confirmaba que la trayectoria de la inflación en los próximos meses sería significativamente distinta a la proyectada en el IPoM, lo que podría dar lugar a una convergencia inflacionaria más lenta que la prevista en mayo. Varios Consejeros agregaron que el último registro de inflación comenzaba a dar sustento a la hipótesis de alzas más generalizadas en precios distintos de los alimentos básicos, energía y combustible, indicando que el grado de propagación inflacionaria era superior al anticipado y podía haber una persistencia mayor que la deseada e incoherente con la convergencia de la inflación en un horizonte de dos años, dados los actuales niveles de tasas de interés. Por lo tanto, agregó uno de estos Consejeros, este escenario requería de una reducción del impulso monetario. Otro Consejero destacó que la inflación incluso había desplazado a la crisis crediticia como foco principal de atención en los mercados financieros internacionales.

Respecto de las expectativas de inflación, un Consejero señaló que, a su juicio, el aumento abrupto y generalizado de distintas medidas de compensación inflacionaria y encuestas de inflación era el fenómeno más serio que se enfrentaba en la actualidad. Agregó que el alza de la TPM en 50 puntos base en la reunión anterior, aunque había sido bien recibido por el mercado, no había logrado evitar un fuerte empeoramiento de las expectativas de inflación. Algunos Consejeros agregaron que el aumento en estas expectativas constituía una seria amenaza para la convergencia inflacionaria, más allá de las legítimas dudas o incertidumbre

acerca de la forma cómo se generan, sobre su medición estadística o sobre la forma en qué entran en la dinámica inflacionaria. Otro Consejero agregó que, en su opinión, lo más relevante era la percepción de que la inflación no convergería a su nivel meta en el plazo de dos años.

Un Consejero manifestó que, en su opinión, la evaluación de la credibilidad del esquema de metas de inflación descansa, esencialmente, en un ancla nominal difícil de observar y no directamente controlable por el Banco, como son las expectativas de inflación. Agregó que el evidente debilitamiento de esta ancla constituía el riesgo más serio que se enfrentaba, principalmente, porque se desconocía la dinámica inflacionaria que podía generarse con un desanclaje más persistente en las expectativas. Asociado a esto último, añadió, existía el serio riesgo de sufrir un costo en reputación importante para el Banco. Finalizó señalando que una percepción de debilidad en el compromiso antiinflacionario del Banco era lo único que podía afectar objetivamente el control de la inflación en el mediano plazo.

Varios Consejeros indicaron que este crudo diagnóstico se morigeraba en alguna medida al evaluar el proceso de propagación del *shock* inflacionario hacia otros precios y remuneraciones. En particular, la propagación hacia los salarios, que era crucial para evitar una espiral inflacionaria, se podía calificar hasta ahora como moderada. Sin embargo, agregaron algunos de estos Consejeros el riesgo de una intensificación de estos efectos de segunda vuelta había aumentado debido a la sucesión de alzas y al nivel alcanzado por la inflación.

Respecto de los argumentos que subyacían detrás de un aumento de la TPM, un Consejero señaló que en la coyuntura actual, no era posible hacer descansar las proyecciones de convergencia de la inflación a la meta en supuestos optimistas. Por ello, agregó este Consejero, se debía actuar para mitigar los significativos riesgos que se enfrentaban, considerando un escenario de deterioro inflacionario en el que la evolución de las expectativas podía filtrarse a la formación de precios con nefastas consecuencias sobre la inflación. Continuó este Consejero, indicando que por ello era relevante que los salarios crecieran con moderación y contemplando una caída de la inflación en el futuro. Lo mismo era válido para los precios de bienes y servicios. Del mismo modo, el hecho que las propias proyecciones de inflación de corto plazo del Banco, al igual que las expectativas privadas, fueran mayores que las del último IPoM, hacía necesario prevenir que esos potenciales mayores registros perdurasen más allá de lo coherente con la meta de inflación.

Un Consejero indicó que aunque las causas de la alta inflación actual eran principalmente externas no era correcto, desde un punto de vista conceptual

ni práctico, sugerir que el Banco Central no era capaz de afectarla. Agregó que, los eventos en el exterior por cierto que constituían un determinante importante de la inflación, tanto cuando el tipo de cambio nominal no era capaz de aislar completamente fluctuaciones de los precios relativos como cuando estos eventos también afectaban los costos de la desinflación. Añadió que, aun en ese escenario la capacidad del Banco de controlar la inflación a mediano plazo seguía intacta. En ese sentido, señaló era posible que el aumento en las expectativas de inflación reflejara en parte una idea que se había ido generalizando, respecto de que los eventos externos impedían el control de la inflación por parte del Banco. Por ello, acotó, las acciones y comunicación del Consejo deben dejar en claro que se mantiene la responsabilidad y la capacidad de determinar la inflación en el horizonte de política, aun en un contexto complejo. Agregó este Consejero, que además era evidente que la TPM estaba rezagada respecto del nivel coherente con el impulso monetario requerido. Una simple muestra de ello era, a su juicio que la captación de depósitos en UF a menos de un año por parte de la banca se había paralizado.

Un Consejero señaló que en las actuales circunstancias, con holguras de capacidad muy limitadas o prácticamente nulas, con precios de los combustibles y de los alimentos que no aflojaban, y con un peso significativamente depreciado respecto del nivel del primer trimestre, una reacción vigorosa de la política monetaria era crucial. Indicó, también, que la magnitud del ajuste requerido y, en particular, su dosificación en el tiempo admitían cierta discusión, pero que considerando que el mercado había reaccionado con bastante fuerza a las noticias de inflación, le parecía razonable un alza de 50 puntos base, que era la esperada mayoritariamente para esta reunión. Con este movimiento, puntualizó, se tendrían dos alzas sucesivas que sumaban 100 puntos base, lo que constituía, a su parecer, una reacción de política suficientemente contundente.

Un Consejero reiteró su opinión en cuanto a que cambios en la TPM de 50 puntos base debían reservarse para ocasiones muy especiales y, a su juicio, así lo había sido hace un mes y así lo era en esta oportunidad. Indicó que, el mantener alineadas las expectativas de inflación con la meta de política era la mejor manera de minimizar los costos reales de la estabilización. Agregó que, la inversión en credibilidad en la regla de política requería actuar de manera que coincidiera el discurso con la acción, hasta en sus componentes más sutiles.

Varios Consejeros coincidieron en que aumentar la TPM en 75 puntos base podría producir efectos indeseados en el mercado. Uno de estos Consejeros, señaló que, a su juicio, era más importante el contenido y el tono de la comunicación de la decisión de política monetaria que la magnitud del ajuste de la TPM, considerando las opciones de aumentarla en 50 ó 75 puntos base.

Algunos de estos Consejeros indicaron que creían que un ajuste exagerado de la TPM podía eventualmente interpretarse como una sobre-reacción, con un impacto contraproducente en la respuesta de los formadores de precios y que, aunque subir la TPM en 75 puntos base no era del todo descartable, podía también entregar señales confusas acerca del activismo del Banco.

Otro Consejero agregó que el mercado esperaba en forma casi unánime un alza de 50 puntos base, por lo que un alza de 75 puntos base o más podría ser evaluado como indicativo de que el Banco preveía un panorama inflacionario aún más negativo que el del mercado. A ello se sumaba que el panorama externo seguía mostrando mucha incertidumbre, tanto en materia de actividad como en el plano financiero, y desde ese punto de vista, un ajuste muy “*front loaded*” podría resultar inconveniente. Finalizó este Consejero, indicando que se debía también considerar que la potencia de la política monetaria no dependía solo del nivel de la TPM en un momento dado del tiempo, sino especialmente de la trayectoria futura que proyectara el mercado a partir de la información que entregue el Banco y de su capacidad para asegurar la convergencia inflacionaria.

Otro Consejero indicó que se podría plantear por qué no efectuar un ajuste mayor que 50 puntos base en esta reunión o incluso todo el ajuste que eventualmente se requiriera. Señaló que, en su opinión, sorprender al mercado en esta oportunidad no le parecía prudente. Agregó este Consejero que cierta dosificación del ajuste brindaba espacio para que las decisiones de crédito y gasto pudieran ser revisadas y ajustadas a la luz de las nuevas circunstancias, sin sobresaltos ni alteraciones indeseadas. Si ello ocurría, acotó, el accionar de la política monetaria se podría facilitar significativamente.

Respecto de los próximos movimientos de la TPM, todos los Consejeros coincidieron en que las perspectivas macroeconómicas para los próximos meses sugerían que, con el propósito de contener los efectos de segunda vuelta indeseados, la TPM debería seguir aumentando. Un Consejero señaló que era importante comunicar que, como es usual, estas alzas se harían evitando sobre-reacciones o extrema sintonía fina, especialmente en un escenario tan volátil como el actual. Indicó que se debería analizar cuidadosamente la nueva información que se acumulara, en especial del escenario externo, pero que, a su juicio, era altamente improbable que ocurrieran eventos que evitaran futuras alzas de la TPM. Otro Consejero indicó que no era posible, y en parte era indeseado, comprometer decisiones concretas de política monetaria para las próximas reuniones, más allá del compromiso del Consejo de tomar todas las acciones requeridas para llevar la inflación a la meta en el período comprometido. Sin embargo, a su juicio, se debía ser explícito en mencionar que nuevas alzas en la TPM serían necesarias en la medida que las expectativas

de inflación continuaran siendo superiores a la meta. Otro Consejero, agregó que le parecía que lo más creíble y más prudente era mantener un ritmo de aumentos fuertes en esta reunión, y de ser necesario también a futuro, hasta producir la convergencia deseada de las expectativas de inflación a la meta. Solo a partir de allí los movimientos de la TPM podrían recuperar un ritmo de variación más normal. Otro Consejero, agregó que, aun cuando no se tenía certeza de la trayectoria de la TPM necesaria para asegurar la convergencia de la inflación a la meta luego de las sorpresas de mayo y junio, estaba claro que dicha convergencia requeriría de aumentos acumulados de la TPM de más de 75 puntos base.

4. Acuerdo

El Presidente señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Desormeaux y los Consejeros señores Marfán, Marshall y Claro acordaron por unanimidad aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, ubicándola en 7,25%.