

# Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 2008

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°126 celebrada el 14 de agosto 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, 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, don Kevin Cowan Logan; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Beltrán De Ramón Acevedo; el Gerente de División Estadísticas, don Ricardo 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 Investigación Económica Interino, don Jorge Selaive Carrasco; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; los Economistas Senior, doña Erika Arraño González, doña Andrea Tokman Ramos y don Enrique Orellana Cifuentes; y el Secretario General, don Jorge Court Larenas.

### 1. Antecedentes

#### 1.1 Presentación de los antecedentes

En julio la inflación nuevamente había tenido un incremento significativo, alcanzando una variación mensual de 1,1% en el caso del IPC y de 1,1 y 0,9% en los casos del IPCX e IPCX1, respectivamente. El aumento de precios había sido generalizado a través de las distintas categorías del índice. Destacaba que la incidencia de la inflación descontados los precios de alimentos, combustibles y servicios públicos pasaba de casi 2 puntos porcentuales en abril a cerca de 3 puntos porcentuales en julio. En términos anuales, se habían registrado variaciones de 9,5%; 9,0 y 8,5% para el IPC, IPCX e IPCX1, respectivamente. Las

velocidades trimestrales del IPC e IPCX1 aumentaron nuevamente respecto del mes anterior, mientras que la velocidad del IPCX se mantenía. Los indicadores de inflación subyacente continuaban mostrando tasas elevadas, presentando mayores crecimientos anuales que en el mes previo. La media podada por artículos (MPA) pasaba de 6,4 a 6,7% en doce meses, mientras la que poda los componentes más volátiles (TMVC), aumentaba de 4,1 a 4,4%. Asimismo, tanto la medida de IPC que excluye alimentos y energía como la del IPCX1 sin alimentos registraban aumentos de 0,5 puntos porcentuales en su crecimiento anual, anotando 5,3 y 5,0%, respectivamente.

Las compensaciones inflacionarias se ubicaban en niveles menores a los máximos alcanzados para la reunión anterior. Esta caída, en todo caso, coincidió con los ajustes que se apreciaron en el mercado de renta fija una vez anunciado el plan de deuda con que se esterilizaría la compra de reservas internacionales por los siguientes dos meses. De hecho, una vez conocido el dato de inflación de julio y el Imacec de junio, ambos por encima de las expectativas de mercado, la caída en las compensaciones se había revertido parcialmente, en especial a plazos más cortos. Así, al comparar los valores al cierre de esta minuta con los vigentes al momento de la reunión anterior, la compensación 1 en 1 caía 27 puntos base, mientras la 2 en 3 lo había hecho en cerca de 20 puntos base y la de 5 en 5, en 37 puntos base. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) no mostraba cambios respecto de lo que arrojaba un mes atrás: a un año, 5,5% y a dos años, 3,8%. Solo a diciembre de este año pasaba desde 7,5 a 8%. En cuanto, a las expectativas que se extraen de la encuesta IPEC, el porcentaje de personas que respondía que la inflación en los próximos doce meses subirá “mucho”, aunque con un leve retroceso, se mantenía elevado (en torno a 70%). Las expectativas de inflación anual que se extraían del IMCE aumentaban casi 2 puntos porcentuales entre junio y julio. Para el sector comercio, cambiaron de 5,7 a 7,5% y para industria, desde 6 a 8%. La trayectoria de las tasas de interés de los documentos del Banco Central, en concordancia con lo anterior, también había estado dominada por las comentadas novedades sobre el plan de deuda y los datos de inflación y actividad. En particular, las tasas de los documentos nominales habían mostrado una forma de “U” en el mes. Las de los BCP a dos años se ubicaban 25 puntos base por sobre los valores vigentes al cierre de la reunión anterior, mientras que las de diez años se situaban 12 puntos base por debajo comparando iguales fechas. A su vez, las tasas en UF, a su vez, luego de caer con intensidad, especialmente las a dos años, se habían recuperado completamente. Incluso, la del BCU-2 estaba casi 40 puntos base por sobre los valores de julio.

En cuanto a la actividad, el Imacec había anotado en junio un crecimiento anual de 5,0% (5,4% descontado efecto composición de días hábiles, puesto

que el número de ellos no había tenido diferencias). Destacaba dentro de este resultado la incidencia positiva que, por primera vez en varios meses, tenía la actividad de los sectores ligados a recursos naturales. Al respecto, había sido importante la mayor participación del sector hídrico en la generación eléctrica. El comercio, en tanto, seguía mostrando un desempeño dinámico, acorde, en buena medida, con el dinamismo de las ventas mayoristas de bienes de capital y con las ventas de automóviles. Si bien el crecimiento de la actividad en junio había sorprendido positivamente respecto de las expectativas de mercado, era una cifra 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, dando cuenta, una vez más, de los vaivenes propios de la información que se recibía mes a mes. Así, considerada la variación promedio de los índices publicados del Imacec para el segundo trimestre, se estimaba que la actividad habría aumentado 3,9% anual en dicho lapso, promediando un crecimiento de 3,5% en la primera mitad del año. En el segundo semestre, se estimaba que la actividad mostraría una desaceleración, no obstante su tasa de crecimiento anual sería mayor. Esto último, en respuesta a la mayor cantidad de días hábiles en el período, la baja base de comparación de igual lapso del 2007 y el nivel que ya había alcanzado la actividad en el primer semestre del año. A ello se agregaría, por un lado, una recuperación de los sectores ligados a recursos naturales, especialmente por las mejores condiciones hidrológicas y la puesta en marcha de nuevos proyectos en minería y, por otro, que los sectores de servicios continuarían con el dinamismo del primer semestre, considerando, especialmente, la evolución de la inversión.

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo privado de junio confirmaban una desaceleración de este ítem, pero algo menor que la prevista en el último IPoM, especialmente en su componente durable. Las importaciones de consumo seguían creciendo a tasas relevantes, aunque las expectativas de los consumidores continuaban deteriorándose, alcanzando su nivel más bajo desde septiembre del 2001 (31,6). Cambios más relevantes para la evolución futura del consumo se podían esperar a partir de la mayor restricción que se apreciaba en las condiciones financieras que enfrentaban las personas. En particular, la encuesta sobre crédito bancario del segundo trimestre indicaba que la oferta de créditos se habría vuelto más restrictiva. Esto estaba en línea con la evolución que arrojaban los datos provisorios de julio, en que el crecimiento anual del stock de deuda bancaria a personas, especialmente de consumo, se habría reducido. De la encuesta se desprendía que los bancos habían aumentado el *spread* sobre el costo de fondo y los requisitos de aprobación de créditos se habían tornado más rigurosos. Lo anterior coincidía con el incremento de las tasas de interés de este tipo de créditos y el debilitamiento de la demanda que percibían los bancos. Por otro lado, todos los agregados monetarios habían disminuido considerablemente en julio su tasa de variación anual. La del M1

alcanzaba a 8%, cifra no observada desde fines del 2006 y la del M2 bajaba de dos dígitos, situación que no ocurría desde mediados del 2004, mientras la del M3 se mantenía en torno a 15% anual desde mediados del 2007. Las cifras del mercado laboral, en cambio, continuaban indicando una situación de brechas sin mayores cambios en los últimos meses. El empleo seguía creciendo a tasas anuales cercanas a 3%, con una composición en que la ocupación asalariada aumentaba con fuerza (por sobre 5% anual) y el empleo por cuenta propia seguía cayendo en términos anuales. Destacaba nuevamente, el incremento de la fuerza de trabajo, que aumentaba a tasas superiores a 4% en el último mes, mientras la tasa de desempleo, eliminada estacionalidad, se había mantenido en valores algo menores que 8% en los últimos tres trimestres móviles.

La inversión seguía mostrando un panorama auspicioso. Los datos de importaciones de bienes de capital continuaban altos en julio: cerca de US\$840 millones, con 54% de incremento anual. A su vez, el catastro de inversión de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) arrojaba una corrección al alza en la inversión prevista para el trienio 2008-2010. Para este año, la mayor parte de la corrección se debía a una mayor estimación del gasto en equipos, mientras que para el 2009 y 2010, las correcciones se reflejaban tanto en el componente de equipos como en el de obras de ingeniería. En todo caso, los datos del nuevo catastro confirmaban que la mayor parte de la inversión total, así como la de construcción e ingeniería, continuaba realizándose en los sectores minero y energético. Respecto de las condiciones financieras que enfrentaban las empresas, las colocaciones de empresas no daban cuenta muy claramente de que estas fueran más restrictivas, al menos no como se desprendía de las respuestas de la encuesta sobre créditos. Ello, porque el stock de las colocaciones seguía creciendo sobre 20% anual y las tasas de interés de estas operaciones eran marginalmente mayores a las de comienzos de año. Adicional a lo anterior, en lo que iba de agosto destacaba la emisión de 19 millones de UF en bonos, similar al monto colocado en mayo. Asimismo, la bolsa también había recuperado terreno, al mismo tiempo que las empresas mostraban resultados del segundo trimestre superiores a lo esperado. Así desde la reunión anterior, la bolsa medida a través del IPSA había subido 4,4 y 0,9% medida en dólares. Esto se comparaba con la variación de 0,7% del MSCI mundial y con la caída de 9,4% de las bolsas latinoamericanas.

En el plano externo, a las preocupaciones respecto de la elevada inflación y sus riesgos al alza se agregaba una percepción más negativa para el crecimiento mundial, particularmente para la segunda mitad del presente año y para el 2009. Destacaban los ajustes en Zona Euro y Japón, donde una amplia gama de indicadores de actividad y encuestas de expectativas habían deteriorado marcadamente las perspectivas. En EE.UU., en tanto, el PIB del segundo cuarto,

1,9% trimestral anualizado, había sido mejor a lo que se esperaba hace un mes, pero algo menos de lo que se anticipaba con los indicadores más recientes de actividad. Si bien rebrotaban las preocupaciones en los mercados financieros —destacándose las dificultades de las agencias hipotecarias, *Fannie Mae* y *Freddie Mac*—, la pronta acción de las autoridades había evitado mayores temores sobre la estabilidad financiera.

Las preocupaciones por la inflación se habían hecho evidentes en el endurecimiento de las comunicaciones de bancos centrales tanto desarrollados como emergentes. Los registros de inflación se mantenían elevados y destacaban las fuertes alzas en la inflación de precios al productor, que incrementaba los riesgos de mayor inflación futura en la medida que estos precios se traspasaran. Varios bancos centrales de economías emergentes habían restringido su política monetaria. No obstante, en el último mes las principales economías desarrolladas habían mantenido sus tasas de interés de política monetaria inalteradas, respondiendo a las expectativas más deterioradas para la actividad. En línea con ello, las expectativas del mercado respecto de la evolución de las tasas en la Zona Euro y Japón se ajustaban a la baja y apuntaban a una mantención de aquí a fin de año. Para EE.UU. las expectativas de mercado se apreciaban más abiertas, asignándole probabilidades similares a que la tasa se ubicara entre 1,75% y 2,75%, es decir desde una baja de 25 puntos base a un alza de 75 puntos base. En línea con la debilidad de los indicadores de actividad, las tasas de interés de largo plazo en la Zona Euro y Japón caían cerca de 15 puntos base en el mes. En EE.UU. aumentaban algo más de 10 puntos base, de acuerdo con indicadores de actividad que aunque débiles, sorprendían al alza.

Los precios de las materias primas mostraban caídas generalizadas en el mes, respondiendo a expectativas de una menor demanda global. El petróleo WTI había caído 16,5% en el mes, cotizándose al cierre de esta minuta en valores cercanos a US\$115 el barril, ayudado además por un alivio en las tensiones geopolíticas. Así, las proyecciones de precio extraídas de los precios implícitos en los contratos futuros, se ajustan levemente a la baja respecto de julio. Destacaban las importantes caídas en los precios internacionales del maíz y el arroz que superaban 20% en el mes, mientras el trigo lo hacía en cerca de 5%, habiéndose beneficiado también de mejores perspectivas para la oferta. El precio del cobre era 12% más bajo al de hace un mes, lo que coincidía con un aumento en los inventarios en bolsa.

Respecto de las paridades de monedas, comparados sus niveles al cierre de esta minuta con aquellos que prevalecían al momento de la reunión de julio, el peso continuaba depreciándose (2,2% en el período), aunque con menos intensidad que en los meses previos. Los índices multilaterales TCM, TCM-5

y TCM-X también se depreciaban, pero en una magnitud menor (1,0%; 0,1 y 0,5% respectivamente), lo que significaba que parte de la pérdida de valor de la moneda chilena se podía asignar a la recuperación del dólar a nivel mundial. Se estimaba que en julio, el tipo de cambio real (TCR) se ubicaba levemente bajo 98 (en su medida 1986=100). La variación anual del IPE estimada para agosto se mantenía en torno a 17%, igual que el mes anterior.

Respecto de los costos, los salarios nominales habían registrado en junio movimientos dispares en sus tasas de crecimiento anual, aumentando levemente las del Costo de Mano de Obra (CMO), hasta 7,3% (7,2 % el mes anterior), y disminuyendo la del Índice de Remuneraciones (IREM), hasta 8,6% (8,9% el mes anterior). Las medidas de Costos Laborales Unitarios (CLU), por su parte, registraban en junio un nuevo aumento en la tasa de crecimiento anual respecto del mes anterior, al tiempo que disminuían, en general, su velocidad de expansión.

El deteriorado panorama inflacionario había llevado a mayores expectativas de mercado respecto de la TPM que un mes atrás. En términos generales, se esperaba un incremento de 50 puntos base en esta reunión y un incremento adicional de 25 puntos base antes de fines de año. Tras esto, las expectativas se dividían entre un posible nuevo aumento en el primer trimestre del 2009 y una mantención. Era importante señalar que, después de la publicación de la minuta de la reunión de julio, algunos analistas no descartaban un alza de la TPM de 75 puntos base en esta reunión.

## 1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió acerca de las razones que explicarían el deterioro, más allá de lo previsto, en el panorama de crecimiento de la Zona Euro. Se realizó una comparación de esta economía con la estadounidense. Entre las semejanzas, se destacó la alta exposición de los bancos a la crisis *subprime*, que se había traducido en pérdidas similares, y que los índices de riesgo, medidos a través de los *Credit Default Swaps*, estaban igualmente deteriorados. Las diferencias se concentraron en la ausencia de un detonante inmobiliario en Europa, lo que explicaría la ausencia de reacciones de las autoridades en términos de tasas de política monetaria y de apoyo a la economía a partir de políticas macroeconómicas. Asimismo, se indicó que la economía estadounidense era ampliamente percibida como mucho más flexible en relación con Europa. Finalmente, se mencionó la hipótesis de que la sucesión de severos e inesperados *shocks* de oferta podría estar afectando el PIB potencial de esta zona y que ello se manifestaría en cifras que sorprendían sistemáticamente en una misma dirección. En todo caso, se señaló que esta desaceleración de Europa se daba en un contexto en que su

sector externo estaría teniendo un desempeño más débil que lo anticipado y en que el discurso de las autoridades se percibía como más *dovish*.

Se discutió respecto de la coherencia entre las proyecciones de crecimiento para EE.UU., algo mejores que lo esperado hace unos meses, y la menor inflación implícita en las compensaciones inflacionarias de ese país. Se indicó que la dispersión en las perspectivas de actividad para esta economía era muy alta, pero que, en general, apuntaban a un menor dinamismo para el 2009, lo que junto al menor precio del petróleo deberían tender a reducir las presiones inflacionarias. Ello además se percibía como concordante con los movimientos que ahora se esperaban para la tasa de política monetaria.

Se discutió respecto de la dinámica de ajuste de los precios internos ante movimientos de los precios internacionales. Se indicó que en el caso del arroz la relación era más directa y que por tanto podrían darse reducciones de su precio en el mercado local. Sin embargo, para el trigo la relación no se veía tan directa y menos aún en los productos relacionados como el pan. Sobre este particular, se mencionó que para su elaboración se requerían otros insumos como energía y mano de obra que, a diferencia del trigo, no registraban bajas en sus valores. Asimismo, se recordó que los traspasos no eran inmediatos dado los procesos de acumulación y desacumulación de stocks en el proceso productivo. Respecto de los combustibles, se indicó que sus fluctuaciones habían estado más determinadas en el corto plazo por los movimientos cambiarios que por cambios en los precios internacionales del petróleo. Finalmente, se agregó que podía haber un cambio en la determinación de precios ante eventos que habían dejado de percibirse como transitorios, gatillándose importantes cambios en precios relativos. En caso de ser así se podrían esperar ajustes futuros más pausados, pero poco espacio para bajar precios o reducir márgenes particularmente en un contexto en que la demanda se mantenía estable.

Se discutió sobre el desempeño del componente inmobiliario de la construcción. Se analizó la evolución de las ventas de viviendas y se señaló que, por ejemplo, la construcción de viviendas sociales no dependía del ciclo de la economía sino que de la ejecución presupuestaria del Ministerio de Vivienda y, por tanto, no representaba un indicador de demanda agregada. No obstante, se indicó que la evolución de las condiciones financieras reducía la disposición de las personas a comprometer ingresos futuros en la compra de una vivienda y que, por ende, las cifras de ventas de viviendas darían cuenta genuina de lo que ocurre en ese mercado.

Se discutió acerca de la evolución del sector industrial. En particular, sobre cuáles eran los factores, más allá de líneas de producción puntuales, que permitían

explicar el bajo crecimiento del primer semestre. Se dieron como hipótesis la mayor sensibilidad del sector al *shock* energético, por ser el sector manufacturero altamente intensivo en este insumo, y la sustitución de producción nacional por importaciones debido al fortalecimiento del peso. También se mencionó el cambio en los precios relativos por la competencia internacional que tendía a favorecer el desarrollo de la industria de productos no transables. Ello se reflejaba claramente en la tendencia secular a la baja de algunas ramas como calzado y vestuario.

## 2. Opciones

---

Los antecedentes sugerían la necesidad de ajustar nuevamente la TPM en esta ocasión. Al igual que en la reunión pasada, se estimaba que un aumento de 25 puntos base era insuficiente para el deteriorado panorama inflacionario, por lo que se consideró que las opciones más plausibles para esta reunión eran aumentar la TPM en 50 o en 75 puntos base.

De igual manera que en la reunión pasada, los criterios relevantes para ponderar una u otra opción eran tres: (i) la magnitud del ajuste monetario requerido para que la inflación convergiera a 3% en los horizontes deseados; (ii) la evaluación de la credibilidad del Banco, tanto respecto de su compromiso antiinflacionario como de su capacidad de lograr una reducción de la inflación; (iii) la temporalidad con la que este ajuste se deseaba implementar. Respecto del primer tema, el diagnóstico de que el ajuste monetario del mes pasado requería de aumentos posteriores se había tendido a validar tanto con la información coyuntural (de mayor crecimiento, inflación elevada y un peso más depreciado, y a pesar del menor precio del petróleo) como por las perspectivas de mayor inflación de corto plazo.

Con respecto al segundo punto, aunque no se habían observado desviaciones adicionales de las expectativas de inflación, y el mercado seguía anticipando aumentos adicionales de la TPM, en la medida en que se considerara apropiado que la convergencia de la inflación a la meta debiese ser más rápida que lo esperado por el mercado, se podía justificar un aumento más agresivo de la TPM en esta reunión.

En el balance de las opciones entre 50 y 75 puntos base, en esta ocasión incidía significativamente la discusión respecto de la temporalidad de la aplicación de los ajustes monetarios. Existían pocas dudas respecto de que un incremento de 50 puntos base, con una elevada probabilidad, requería ser continuado en

meses próximos con alzas adicionales. No obstante, un aumento más agresivo esta vez podía inducir efectos que amplificaran de manera excesiva el impacto de los ajustes en la TPM, principalmente si se daba en un contexto de mayor debilidad económica global en los próximos trimestres. Este riesgo se reducía al contemplar la posibilidad de un aumento de 50 puntos base con la incorporación de un sesgo.

Al igual que en ocasiones anteriores, la comunicación global de la política monetaria requerida en las actuales circunstancias, que con alta probabilidad sugeriría más de 50 puntos base de mayores tasas de interés, podía ser informada de manera bastante clara en el comunicado mediante un sesgo, sin la necesidad de tomar hoy acciones de política más agresivas.

Relacionado con lo anterior, se estimó que el principal aspecto comunicacional o táctico en esta ocasión era que el mercado anticipaba de forma muy mayoritaria un alza de la TPM de 50 puntos base, por lo que un ajuste mayor podría ser sorpresivo. De forma similar, el mercado esperaba aumentos posteriores, por lo que la exclusión de un sesgo sería también sorpresiva.

Finalmente, un aumento de 75 puntos base podía ser confuso en términos de señalar la dirección futura de la política monetaria. Un aumento de 50 puntos base permitía esperar a tener y analizar toda la información que se desprendería de la preparación del IPOM de septiembre, y a partir de la cual se podía tener mayor claridad respecto de cuál era el tamaño más preciso del ajuste monetario requerido y a qué velocidad se debería implementar.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Los Consejeros consideraron un conjunto amplio de antecedentes en su decisión, incluidos los referidos al comienzo de esta minuta. Todos los Consejeros coincidieron en que las noticias del mes apuntaban a que nuevamente la situación inflacionaria seguía deteriorándose, con proyecciones de corto plazo que indicaban que la tasa de inflación anual permanecería en un nivel próximo al actual durante los próximos meses. Destacaron también la creciente evidencia de que se estaba en presencia de un mayor nivel de propagación tanto de la inflación pasada como de los aumentos de costos a precios finales. Respecto de las expectativas de inflación, un Consejero llamó la atención que aquellas a dos años seguían mostrando una dinámica desalineada respecto de su equilibrio estacionario de mediano plazo. Un Consejero resaltó que, en todo caso, había un aspecto algo más positivo dentro de este panorama de mayor propagación,

que era que las diferentes medidas de expectativas inflacionarias de mediano plazo habían mostrado descensos.

Varios Consejeros destacaron que a pesar de la mayor propagación que se observaba en la inflación, el efecto de esta hacia los salarios se mantenía bastante acotado y, por lo tanto, su evolución era coherente con la convergencia de la inflación a la meta. Algunos de estos Consejeros agregaron que, pese a lo anterior, el riesgo de que las remuneraciones se aceleraran había aumentado debido al nivel y persistencia de la inflación, lo que podía magnificarse si se llegaba a percibir que la convergencia de la inflación a la meta podría tomar más tiempo del habitual. Otro Consejero agregó que resultaría inconveniente que se agregasen más efectos de propagación a los ya observados, y para ello había que actuar oportunamente. Añadió que, a su juicio, el aumento de la oferta de trabajo que se estaba observando contribuiría a la moderación salarial. Otro Consejero indicó que, en su opinión, la medida de indexación habitual de los salarios estaba sujeta a muchos errores de medición, y a la luz de la dificultad objetiva de predecir y medir efectos de segunda vuelta, no tenía certeza de que los salarios siguieran reajustándose de acuerdo con las cláusulas habituales. Agregó este Consejero que los eventos recientes sugerían que los ajustes en precios podrían ser bruscos, por lo que se debía ser más cauteloso sobre la evaluación de los efectos de segunda vuelta y mantener la evolución de los salarios como una fuente de preocupación.

En el plano externo, todos los Consejeros destacaron los signos de debilidad en algunas economías desarrolladas y la caída en el precio de las materias primas. Uno de ellos, apuntó que, pese a esta caída reciente, el precio del petróleo seguía en niveles muy elevados en comparación a lo que se esperaba unos meses atrás. Algunos Consejeros agregaron que si bien estos menores precios eran positivos por el lado de las presiones inflacionarias importadas, era difícil pensar que generaran un alivio significativo en la dinámica de precios internos de corto plazo, en especial porque era evidente que existía un traspaso generalizado hacia estos últimos de las alzas pasadas de los precios de las materias primas. Uno de estos Consejeros añadió que era posible que el menor dinamismo de la economía internacional contribuyera a disminuir el impulso externo, pero no era prudente descansar en este mecanismo, cuyo efecto se desconocía. Finalmente, un Consejero destacó que el peso se había vuelto a depreciar y se había consolidado en un nivel significativamente más alto que el observado en marzo, cuando alcanzó su punto más bajo. Agregó que las implicancias inflacionarias de su evolución reciente y futura debían ser evaluadas con atención.

Un Consejero indicó que, en su evaluación, la situación que se enfrentaba en lo inflacionario no era fruto de un solo *shock* de oferta en particular, sino que de

la sucesión de ellos que se había dado en los últimos diez años, lo que llevaba a que la coyuntura actual no podía asignarse necesariamente a errores de política. Agregó que este escenario aumentaba la complejidad de la evaluación, pues era mucho más difícil de resolver que aquellas situaciones en que se daban *shocks* específicos y además existía credibilidad. Añadió que quizás el único punto claro en esta discusión era que, en este contexto, el estado de la economía debiera ser más bien frío. Es decir, un manejo de la demanda agregada que generara una brecha negativa, acotada y prudente. Ello, prosiguió este Consejero, implicaba que no necesariamente se trataba de aplicar políticas de *shock* fuerte, pero si que tuvieran un componente persistente.

Un Consejero señaló que, a su juicio, en un contexto de alto crecimiento de la demanda interna y ausencia de capacidad ociosa, el principal desafío de la política monetaria era contribuir a contener el crecimiento de la demanda. Añadió este Consejero que los ajustes requeridos en la TPM debían ser rápidos, principalmente por que las expectativas de inflación a distintos plazos sugerían que estaba latente un aumento aún más generalizado y persistente de la inflación. A su juicio, bajar la inflación sin un ajuste de la demanda interna no era creíble, por lo que el impacto sobre las expectativas se lograría en la medida que la comunicación de las decisiones de política monetaria enfatizara que estas pretenden contener el crecimiento de la demanda.

Un Consejero recaló que era importante aclarar que si las expectativas de inflación eran mayores que la meta, sería necesaria una brecha de actividad más negativa para cumplir con el objetivo de inflación. Esto porque la dosis de política monetaria requerida para disminuirlas era mayor y, por ende, los costos de la inflación serían mayores. Resaltó que aun en el caso de que las expectativas de inflación se alinearan con la meta, podría ser perfectamente posible que se debiera aumentar aún más la tasa, por lo tanto el momento en que las expectativas de inflación desciendan no necesariamente será el determinante del ciclo de la política monetaria.

Respecto de las razones que podían inclinar la decisión respecto de las opciones presentadas, un Consejero reiteró que aumentar la TPM en 50 o 75 puntos base, descartando aumentos inferiores, era necesario para reforzar el esquema de política. En particular, porque mantener alineadas las expectativas de inflación con la meta de política era la mejor manera de minimizar los costos reales de la estabilización. Algunos Consejeros señalaron que un aumento de 75 puntos base probablemente tendría un efecto mayor sobre las expectativas que uno de 50, que era ampliamente esperado. Sin embargo, agregaron que, a su juicio, parecía más prudente y más creíble mantener un ritmo de aumentos fuertes hoy y a futuro, hasta producir la convergencia deseada en las expectativas.

Un Consejero señaló que un ajuste de 50 puntos base, que se sumaba a dos ajustes sucesivos de igual magnitud en meses anteriores y que podría ser seguido por otros, entregaba una señal suficientemente sólida sobre el compromiso del Banco con la meta de inflación. Agregó que también le parecía importante, como ya lo había señalado en la última reunión, que se brindara espacio para que los distintos agentes pudieran revisar y ajustar gradualmente sus decisiones económicas a la luz de las nuevas condiciones macroeconómicas, lo que podría facilitar la tarea del Banco.

Un Consejero indicó que un incremento de 75 puntos base, cuando el mercado esperaba uno de 50, reforzaría el compromiso del Banco con la meta de inflación. Sin embargo, sorprendería y podría generar ruido respecto de las razones detrás de esta decisión y, sobre todo, respecto del curso futuro de la política monetaria. Añadió que considerando que la Encuesta de Expectativas Económicas anticipaba un incremento acumulado de 75 puntos base en lo que restaba del año, incluido el ajuste de esta reunión, un aumento mayor a 50 puntos base podría interpretarse como que se había adelantado todo el ajuste requerido, lo que no era coherente con el diagnóstico efectuado por el Banco. Otro Consejero agregó que un ajuste exagerado podía eventualmente interpretarse como una sobre-reacción, con un impacto contraproducente en la respuesta de los formadores de precios. Otro Consejero señaló que, en lugar de comunicar la determinación del Banco Central en el plano inflacionario, dicha decisión podría ser interpretada como una señal de que el panorama inflacionario era aún más negativo de lo que el mercado esperaba.

Un Consejero indicó que, en su opinión, un aumento más moderado de la TPM permitiría acumular mayor información, en particular porque la economía mundial seguía mostrando grandes áreas de incertidumbre, fundamentalmente en materia de actividad. Otro Consejero señaló que era posible que el menor dinamismo de la economía internacional contribuyera a disminuir el impulso externo. Agregó que, no obstante esto podía contribuir a matizar la velocidad del ajuste de la TPM, no era prudente descansar en este mecanismo, cuyo efecto se desconocía. Un Consejero acotó que sin duda existían muchos riesgos, incluidos los del escenario externo, pero el principal riesgo del que el Banco debía hacerse cargo era el de una mayor persistencia de la muy elevada inflación.

Varios Consejeros coincidieron en que era necesario evaluar con mayor precisión la magnitud y velocidad del ajuste monetario adicional que requería la economía para asegurar la convergencia inflacionaria, lo que se haría en el marco de la preparación del IPoM de septiembre.

Respecto de la evolución futura de la TPM, todos los Consejeros coincidieron en que serían necesarios nuevos ajustes al alza para asegurar el cumplimiento

de la meta de inflación. Un Consejero señaló que lo más creíble y prudente era mantener un ritmo de fuertes aumentos de la TPM hasta producir la convergencia deseada de las expectativas de inflación a la meta. Agregó que solo entonces se podría retomar un ritmo de variación más normal. Añadió, que aunque se observaba un incipiente grado de ajuste en los créditos de consumo y en el mercado monetario, la estructura de tasas seguía siendo expansiva y el costo de financiamiento de corto plazo no mostraba signos de ajuste. Otro Consejero indicó que lo más relevante en esta oportunidad era comunicar que el proceso de ajuste monetario no había concluido y que lo más probable era que la TPM debería ser revisada al alza en los próximos meses.

#### **4. Acuerdo**

---

El Presidente señor De Gregorio, el Vicepresidente señor Desormeaux y los Consejeros señores Marfán, Marshall y Claro acordaron por unanimidad aumentar la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos base, ubicándola en 7,75%.