

Reunión de Política Monetaria

JUNIO 2008

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 124 celebrada el 10 de junio 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.

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 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 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 mayo el IPC había aumentado 1,2% mensual, acumulando un incremento de 8,9% anual y superando lo esperado tanto internamente como por el mercado. El IPCX, a su vez, había aumentado 0,7% mensual (8,4% anual) y el IPCX1 1,0% mensual (8,3% anual). La velocidad trimestral del IPC se había mantenido, mientras que la del IPCX1 aumentaba de modo importante. Los indicadores de inflación subyacente incrementaban sus tasas de crecimiento anual. La variación en doce meses de la media podada por artículos (MPA) había pasado de 5,7 a 6,1% y la poda de los componentes más volátiles (TMVC) aumentaba 0,1 puntos porcentuales, llegando a 4,0%. También aumentaron las tasas de crecimiento anual de las medidas de inflación que excluían ciertos componentes—IPC sin alimentos y energía e IPCX1 sin alimentos—, ubicándose en 4,4 y 4,3% respectivamente.

El sorpresivo aumento de la inflación en mayo había respondido, como había sido la tónica de los últimos trimestres, a aumentos significativos y mayores a los esperados en el precio de los alimentos y combustibles. A ello se agregaban algunos precios relacionados con estos bienes, como las tarifas del transporte y el precio del menú de restaurantes. Aunque nuevamente era posible asignar una parte relevante del error de proyección a precios específicos y la información disponible mostraba que la propagación de la inflación a otros precios no sería distinta de la prevista, la repetición de *shocks* de inflación en una coyuntura inflacionaria de por sí ya muy desviada de la meta, introducía riesgos significativos sobre la trayectoria más probable de la inflación. Con la información disponible, se estimaba que en el escenario más probable los recientes *shocks* de precios serían persistentes, afectando la inflación de junio en parte por el arrastre que se derivaba de algunos incrementos de precios que ocurrieron a mediados de mayo. Esto, llevaba a que el escenario de inflación de corto plazo fuera significativamente mayor al considerado en el último Informe de Política Monetaria (IPoM).

Las expectativas de inflación habían mostrado una alta volatilidad y trayectorias disímiles dependiendo de su forma de cálculo y de la información disponible al momento en se midieron. Las compensaciones inflacionarias habían tenido vaivenes relevantes, debido a los anuncios del programa de esterilización y de inyección de recursos al Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPCo). Al comparar los valores al cierre de esta minuta con aquellos al momento de la reunión anterior, la compensación 1 en 1 había aumentado algo más de 30 puntos base, mientras que la de 3 en 2 y la de 5 en 5 caían en torno a 10 puntos base. Las expectativas de inflación recogidas de la encuesta a las mesas de dinero presentaban una trayectoria similar a lo largo del mes. El IPC esperado a 1 año había aumentado hasta 5,05% (+0,20 puntos porcentuales), mientras el IPC esperado a 2 años se mantenía levemente sobre 4,0%. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) había modificado al alza en 0,4 puntos porcentuales la inflación esperada a un año y en 0,20 puntos porcentuales aquella a 2 años, llegando esta última a 3,5%. Asimismo, la inflación anual proyectada a diciembre de este año había pasado desde 4,7 a 5,5%.

Los anuncios del programa de esterilización y de incrementos de recursos del FEPCo, junto con las noticias de inflación de mayo, habían provocado vaivenes en las tasas de interés de los documentos del Banco Central en el mes. Comparados los niveles al cierre de esta minuta con los vigentes al momento de la reunión de mayo, la tasa de los BCU-5 había aumentado algo más de 15 puntos base, mientras la de los BCU-10 lo había hecho en cerca de 30 puntos base. Las tasas de los BCP a 2 y 5 años aumentaban más de 30 puntos base, mientras la del BCP-10 se mantenía en 7,0%.

Los datos de actividad conocidos durante el último mes se enmarcaban dentro del escenario base previsto para el segundo trimestre en el IPoM de mayo. En abril el Imacec había aumentado 4,8% anual (aunque fuertemente afectado positivamente por el efecto calendario), valor por sobre lo esperado por la generalidad del mercado. Por el lado sectorial, sorprendía el significativo incremento de la actividad del comercio y de otros servicios. Esto, en gran medida, se explicaba por el desempeño del comercio mayorista, impulsado por la comercialización de maquinarias y equipos, en línea con la evolución de las importaciones de bienes de capital. Asimismo, el comercio automotriz seguía muy dinámico. Contrarrestaba este mayor crecimiento el desempeño de los sectores de recursos naturales, que seguían con variaciones negativas. En particular, la caída en minería daba cuenta de los conflictos laborales que se habían dado en el sector, mientras en electricidad, gas y agua seguía siendo determinante la baja disponibilidad del recurso hídrico durante abril. En el caso de industria, si se considera la diferencia de días hábiles, la producción continuaba con el débil desempeño de los meses previos, con incidencias negativas de la producción de metanol y de combustibles.

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo privado de abril mostraban una recuperación importante luego del débil desempeño de marzo. A pesar de esto, en el escenario base se seguía estimando que el consumo continuaría su desaceleración en el segundo trimestre del año. Las expectativas de los consumidores, medidas por el IPEC, seguían deteriorándose, ubicándose en 36,5 en mayo. Respecto de las condiciones financieras, con datos preliminares, se estimaba que en mayo la tasa de crecimiento anual de las colocaciones de consumo, aunque en niveles inferiores a los de fines del 2007, se mantenían respecto de los meses inmediatamente anteriores. En relación con los agregados monetarios y crediticios, se observaba un incremento de las tasas de crecimiento del M1, alcanzando una variación de 12,3% anual (10,1% el mes anterior). En cuanto a la ocupación, las cifras del trimestre móvil finalizado en abril no daban cuenta de grandes cambios en las holguras del mercado laboral. La creación anual de empleo seguía desacelerándose, creciendo 2,5% anual en el período (2,8% en marzo). En términos mensuales, descontada estacionalidad, la ocupación había tenido una variación prácticamente nula. El empleo asalariado, seguía con variaciones anuales en torno a 6%, mientras que el empleo por cuenta propia continuaba con caídas del orden de 4% anual. Por sectores, la ocupación del comercio y la construcción anotaban tasas de crecimiento anual superiores a 5%, mientras que la de la industria continuaba bajo el 2%. La fuerza de trabajo crecía 3,4% anual, aunque, eliminada estacionalidad, seguía disminuyendo respecto de los trimestres móviles previos. La tasa de desempleo se reducía levemente en términos desestacionalizados, ubicándose en 7,7%.

La inversión tampoco mostraba cambios sustantivos respecto de su tendencia reciente, con un crecimiento importante de las importaciones de bienes de capital. Con ello se mantenía el auspicioso panorama para este componente de la demanda. En el último mes, la bolsa local, medida a través del IPSA, había aumentado cerca de 4% en pesos y 0,7% en dólares. Estas cifras daban cuenta de un desempeño mejor que el promedio de las bolsas mundiales, pero inferior al promedio latinoamericano.

En el plano externo, se estaba configurando un panorama de desaceleración del crecimiento mundial menos acentuada de lo que se preveía hace un mes, junto con mayores preocupaciones por la inflación. Tras el cambio en las perspectivas de crecimiento se encontraban, en gran parte, las mejores cifras efectivas de actividad del primer trimestre en las tres principales economías desarrolladas. No obstante, los indicadores de coyuntura, aunque mejores a lo esperado, seguían apoyando la percepción de que la actividad mundial se desaceleraría en el segundo trimestre. En EE.UU. destacaba la destrucción de empleos en el mercado laboral, lo que junto con el deterioro en la confianza de los consumidores ponía una nota de cautela respecto de la evolución del consumo y la actividad. Las mencionadas noticias por el lado de la actividad, sumadas a la persistencia de la preocupación por la inflación a nivel mundial —que había sido manifestada en reiteradas ocasiones por las autoridades de los bancos centrales— elevaban las tasas de interés de largo plazo y aumentaban las expectativas de alzas de tasas de política, en particular en la Zona Euro. Así, la tasa de los bonos de gobierno a diez años de EE.UU., Zona Euro y Japón, se elevaban en 13, 29 y 11 puntos base, respectivamente desde la reunión anterior. Por su parte, persistían los problemas de liquidez en los mercados monetarios de EE.UU. y la Zona Euro, a pesar de que las autoridades monetarias habían seguido inyectando liquidez en los mercados. Además, en los últimos días se incrementaban las preocupaciones por la situación de diversas instituciones financieras internacionales derivadas de la crisis *subprime*.

Las principales preocupaciones inflacionarias a nivel global se derivaban de la mantención de los elevados precios de las materias primas, en particular de los combustibles y los alimentos. El petróleo WTI nuevamente alcanzaba un máximo histórico en el mes al superar US\$138 el barril al cierre de esta minuta, aunque mostrando una alta volatilidad en el mes. De este modo, las proyecciones de precio basadas en los contratos futuros, se elevan significativamente respecto del escenario base del IPoM. El cobre, al igual que otros metales, registraba una baja en su precio: 6,6% en el mes. Finalmente, los precios internacionales de granos y cereales se habían reducido en el mes, principalmente como respuesta a las mejores perspectivas de la oferta.

En cuanto a las paridades de monedas, comparados los niveles al cierre de esta minuta con los vigentes al momento de la reunión de mayo, el dólar estadounidense se había depreciado levemente respecto de una canasta de monedas. El peso, a su vez, se depreciaba 3,9%, incremento que era algo mayor previo a la publicación de los datos de Imacec e IPC a comienzos de junio. A su vez, en igual lapso, los índices multilaterales TCM-5 y TCM-X se habían depreciado en una magnitud similar, mientras el TCM lo hacía en 4,5%. En cuanto al tipo de cambio real (TCR), se estimaba que había promediado 89,8 en mayo (en su medida 1986=100), y considerando los valores *spot* al cierre de esta minuta, el TCR alcanzaría a 93,2 en junio. El Índice de Precios Externos (IPE) estimado para junio daba cuenta de un crecimiento anual del orden de 15%, similar al estimado para mayo.

Respecto de los costos, en abril había aumentado la tasa de crecimiento anual de los salarios nominales, las que se ubican en rangos entre 6,7 y 8,7%, dependiendo de la medición considerada. En todo caso, se seguía estimando que su evolución era acorde con las cláusulas habituales de indexación. Pese al mayor crecimiento de los salarios, la tasa de crecimiento anual y la velocidad de expansión de los CLU caían en abril, lo que se asociaba al menor crecimiento del empleo y la caída en las horas trabajadas.

En este contexto, de mayores perspectivas de inflación en el mediano plazo, las expectativas de mercado respecto de la Tasa de Política Monetaria (TPM) apuntaban a que se registrarían alzas en el horizonte de proyección. Las tasas *swap* anticipaban una TPM 25 puntos base superior antes de tres meses, con 25 puntos base más hacia fines de año y otros 25 en el plazo de un año. A su vez, la EEE preveía que la TPM aumentaría 25 puntos base en esta reunión, que dicho incremento se desharía en un año más y que a dos años plazo la TPM estaría en 6,0%.

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió respecto de las perspectivas de crecimiento mundial, se señaló que si bien las cifras del primer trimestre habían sido mejores que lo esperado, en especial en la economía estadounidense, no se podía descartar que los aumentos de los precios de los alimentos y los combustibles y, por tanto, las posibles alzas de las tasas de interés en las principales economías tuvieran efecto en el crecimiento mundial en lo que resta del 2008, conduciendo así a un escenario menos optimista que el considerado por el promedio de los bancos de inversión.

Se discutió respecto del mercado del petróleo, en particular respecto de la caída que se puede esperar en la demanda de este bien. Ello, puesto que en varios países emergentes se está reduciendo la entrega de subsidios a los combustibles. Se acotó que en el último informe de la Agencia de Energía de Estados Unidos se anticipaba una desaceleración de la demanda, sin embargo esto era simultáneo con una corrección a la baja en la oferta, por lo que el balance de este mercado se mantendría en sus niveles actuales, es decir con inventarios reducidos.

Se discutió respecto del traspaso de la trayectoria de los precios de los alimentos en el mercado internacional, en particular el trigo y la leche, al mercado nacional. Se indicó que los movimientos de los precios en el mercado nacional no han replicado ni en magnitud ni en oportunidad los del mercado externo por una serie de razones. Entre ellas, porque los productores nacionales constituyeron inventarios con anticipación, con lo que las variaciones de los precios externos podrían repercutir en la economía nacional recién en la segunda parte del 2008. Asimismo, se señaló que la baja en los precios de bienes como el trigo podía obedecer a factores estacionales (como la cosecha en el hemisferio norte) y no necesariamente a un cambio de tendencia. Además, se acotó que a nivel local existen otros costos que pueden estar detrás de la dinámica de los precios. Entre estos últimos está la capacidad de mantener los márgenes constantes, dado el importante aumento de otros costos tales como salarios, transporte y energía.

Se discutió respecto de la evolución de los salarios nominales y las cláusulas de indexación que pueden estar detrás de ella. Se indicó que su trayectoria dependía de la frecuencia y duración de los contratos. Así, era posible esperar que, en escenarios de baja inflación, los contratos tuvieran una duración mayor y una indexación coherente con la meta de inflación, lo que podría explicar la, hasta ese momento, acotada reacción observada de los salarios a los *shocks* de inflación. Por ello, no se podía descartar que los salarios siguieran aumentando. Asimismo, se indicó que era difícil aislar el impacto de la productividad sobre la dinámica de los salarios.

Se discutió respecto de los efectos de segunda vuelta sobre la inflación, cómo distinguir qué parte de las desviaciones de los datos efectivos respecto de lo proyectado correspondían a efectos de la persistencia de la mayor inflación y cuánto a un aumento aislado de precios. Se acotó que una forma de separar los efectos era descomponiendo el IPC en transables y no transables y determinar las dinámicas de sus mercados, así si la demanda de no transables estaba alcanzando los límites de capacidad de la oferta, se tendrían mayores presiones de precios.

2. Opciones

Dados los antecedentes acumulados desde la última Reunión de Política Monetaria, se consideró que las opciones más plausibles eran incrementar la TPM en 25 o en 50 puntos base.

Se consideró que la ausencia de un sesgo en los comunicados de las reuniones de abril y mayo había sido congruente con que, desde enero, la evolución de la inflación era similar o incluso inferior a la prevista a principios de año. Asimismo, en el IPoM de mayo se evaluó que el balance de riesgos sobre la inflación estaba equilibrado. Se estimaba que este panorama había cambiado, porque los nuevos *shocks* inflacionarios en alimentos y combustibles eran suficientemente elevados como para tener consecuencias sobre las perspectivas de inflación para los próximos trimestres.

Se estimó, que al igual que en otras ocasiones, eran tres los elementos principales que se debían considerar en relación con la magnitud de estas consecuencias. Primero, la dinámica de la inflación importada, incluyendo la persistencia del nivel del tipo de cambio al momento de la reunión y de los mayores precios de los alimentos y de la energía. Segundo, la evolución de las brechas de capacidad. Tercero, el patrón de propagación inflacionaria hacia precios subyacentes, salarios y expectativas.

Respecto de la reunión anterior, el primer elemento estaba detrás de la mayor inflación efectiva. El precio internacional del petróleo había seguido subiendo, mientras que los precios internacionales de varios otros productos básicos se mantenían altos. De hecho, las perspectivas de crecimiento mundial se habían corregido en algo al alza, por lo que no se modificaba el panorama de estrechez global tras estos elevados precios. Por su parte, las consecuentes preocupaciones inflacionarias globales habían tendido a elevar las tasas de interés de largo plazo en el mundo.

Con relación al segundo elemento, no se apreciaban antecedentes que modificaran las perspectivas de crecimiento. Si algo, en términos de la generación eléctrica y costos energéticos, las noticias habían sido favorables y los antecedentes sectoriales eran congruentes con el rango de proyección de crecimiento para el año. La demanda interna continuaba creciendo a tasas elevadas y con un componente importado significativo.

Finalmente, mientras el conjunto de medidas de inflación subyacente había mostrado un aumento adicional, los salarios continuaban creciendo a tasas congruentes con las cláusulas habituales de indexación. Las medidas de

expectativas de inflación basadas en encuestas habían incorporado la sorpresa más reciente, señalando aumentos relevantes en las trayectorias esperadas de la inflación dentro de los próximos dos años. Las compensaciones inflacionarias habían tenido muy elevados grados de volatilidad por el impacto de anuncios oficiales y de las sorpresas de precios, y seguían desviadas de la meta, particularmente en los plazos más cortos.

Estas consideraciones sugerían significativas mayores perspectivas de inflación anual para el segundo semestre de este año. Ello constituía la materialización de un escenario de riesgo, distinto al escenario base contenido en el último IPoM, lo que llevaba a descartar la opción de mantener la TPM en esta ocasión.

En términos de la magnitud de un alza de la TPM, ello dependía de cómo se ponderaran los antecedentes anteriores y de cuánta certeza otorgaran a las perspectivas inflacionarias de los próximos trimestres. Tanto para decidir la magnitud del aumento como para la eventual incorporación de un sesgo, era clave la evaluación sobre la persistencia de la mayor inflación proyectada con relación al escenario base del IPoM.

Como era habitual, consideraciones de orden comunicacional podían llevar a ponderar de diversa forma las alternativas planteadas. El mercado anticipaba, en su mayoría, un alza de la TPM de 25 puntos base, asignándole además una probabilidad alta a un alza adicional en meses posteriores. Así, tan relevante como la decisión de tasas en sí misma era lo que se dedujera del comunicado respecto de ajustes adicionales de la TPM en lo venidero. Un aumento de 25 puntos base con un sesgo al alza estaría en línea con lo que esperaba el mercado, mientras un aumento de 50 puntos base no constituiría en sí mismo un elemento extraordinariamente sorpresivo si se acompañaba de un nítido sesgo neutral.

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 la noticia más importante del mes había sido el alto e inesperado registro de inflación de mayo, a lo que se sumaba el elevado nivel alcanzado por el precio del petróleo y otras materias primas. Varios Consejeros destacaron que estas noticias generaban un cambio relevante en el panorama inflacionario previsto en el IPoM de mayo y aumentaban el riesgo de enfrentarse a nuevas desviaciones o sorpresas. Un Consejero, señaló que consideraba que la sorpresa inflacionaria era preocupante, porque a pesar de estar concentrada en

pocos productos alimenticios y combustibles, podría estar representando una propagación excesiva de los aumentos de precios internacionales de alimentos y combustibles sobre los precios internos. Algunos Consejeros indicaron que los salarios seguían aumentando a tasas coherentes con la indexación habitual, pero existía el riesgo de que ello no sucediera a futuro. Un Consejero agregó que la eventualidad que la inflación siguiera siendo más elevada que lo coherente con la reducción de la inflación en el horizonte de política podría aumentar las presiones inflacionarias y salariales. Por ello, sugería darle mucha importancia a este riesgo y mitigarlo con más fuerza.

A juicio de algunos Consejeros, en el nuevo escenario de inflación la trayectoria de tasas de interés implícita en el IPoM de mayo —básicamente de estabilidad de la TPM— arriesgaba que la inflación no convergiera a 3% en el horizonte de dos años. Uno de estos Consejeros consideró que, en la medida que esta percepción se generalizara, las expectativas de inflación podrían elevarse más allá de lo razonable, con consecuencias muy negativas sobre la dinámica de precios y salarios. Otro Consejero destacó la mayor dispersión en las respuestas contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas, tanto respecto de la tasa de política monetaria como de la inflación esperada a distintos horizontes, lo que, concluyó, daba cuenta de las dificultades que imponía la coyuntura actual para la formación de expectativas. Otro Consejero agregó que la nueva sorpresa inflacionaria se manifestaba en momentos en que la inflación anual estaba significativamente alejada de la meta, lo que generaba una explicable preocupación por la capacidad del Banco Central por cumplir con su compromiso de conducir la inflación de vuelta a 3% en el horizonte de política. Un Consejero señaló que, en su evaluación, las expectativas de inflación comenzaban a dar señales duras de diferir de la meta en plazos medianos.

Varios Consejeros destacaron la preocupación creciente de los bancos centrales de las principales economías del mundo por la evolución de la inflación y por evitar la propagación de los *shocks* internacionales de precios hacia mayores niveles de inflación. Uno de estos Consejeros agregó que le resultaba difícil pensar que Chile podrá abstraerse de este escenario.

Respecto de las razones que podían inclinar la decisión de aumentar la TPM en 25 o en 50 puntos base en esta reunión, todos los Consejeros coincidieron en que un alza de la TPM de 50 puntos base reafirmaba el compromiso del Banco con la meta de inflación y entregaba una oportunidad para dar una señal de proactividad y voluntad del Banco en el control de la inflación. Algunos de estos Consejeros agregaron que dicho incremento contribuiría a evitar aumentos de precios y salarios más allá de lo razonable, mientras otro Consejero indicó que este movimiento cooperaba en alinear las expectativas de inflación con la

meta en el horizonte de política, lo que era la forma menos costosa de producir la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política. Otro Consejero indicó que, además, se debía considerar que la evolución reciente de la producción, el empleo y el tipo de cambio habían atenuado los efectos sobre la inflación que se anticipaban de la desaceleración de la actividad y de la apreciación del peso. Un Consejero agregó que el mayor crecimiento de la demanda agregada que se preveía a partir de las cifras del primer trimestre tornaba más difícil la convergencia de la inflación en el horizonte habitual de política.

Un Consejero indicó que el hecho de que la inflación anual se mantendría por sobre lo previsto en lo que resta del año hacía que su convergencia a la meta en un plazo de ocho trimestres requiriera de tasas nominales más elevadas, solo por coherencia con el llamado principio de *Taylor*. Otro Consejero indicó que, a su juicio, el sostenido aumento en la inflación esperada a diversos plazos había incrementado el impulso monetario —como lo reflejaba la inclinación de la estructura de tasas de interés real y el bajo nivel de las tasas de interés de corto plazo—, fenómeno que no debía perdurar, porque era contraproducente con el objetivo antiinflacionario del Banco, y que era posible de afectar solo con un ajuste significativo en la TPM.

Varios Consejeros indicaron que la dosificación en el tiempo del ajuste requerido en la TPM podía admitir cierta discusión. Uno de ellos señaló que la evolución de la actividad interna, unido a un escenario benigno en materia de precios internacionales, podrían conducir a la inflación a su meta sin necesidad de endurecer la política monetaria, pero que los costos de que ello no ocurriera eran muy elevados. Por ello, consideró este Consejero, que un alza de la TPM era lo más adecuado ante los riesgos que se enfrentaban. Este mismo Consejero añadió que no podían descartarse escenarios en ninguna dirección respecto de los precios de las materias primas y el crecimiento global, pero que la decisión de política monetaria no podía basarse en potenciales ajustes en la economía mundial, insistiendo en que, a pesar de que los riesgos pudieran estar balanceados, lo que era discutible de acuerdo con los últimos datos; la ponderación de los costos de distintos escenarios sesgaba el balance hacia contener una posible mayor propagación inflacionaria. Por ello, finalizó, la decisión de política monetaria no era entre subir en esta reunión y esperar, sino que, en el escenario más probable, era entre subir hoy o subir después, y como era sabido esto último requeriría de una dosis de ajuste monetario mucho más severa.

Algunos Consejeros opinaron que un aumento de 50 puntos base no debería sorprender al mercado, pues si bien la mayoría esperaba un alza de solo 25

puntos base, los antecedentes revisados eran muy contundentes y apoyaban la decisión de un alza de 50 puntos base. Uno de estos Consejeros indicó que, en su opinión, un aumento de esta magnitud debía reservarse para ocasiones muy especiales, en las que el Banco debía actuar para señalar coyunturas de mayor incertidumbre y consideraba que esta era una de esas oportunidades. Otro Consejero, señaló que la opción de aumentar la TPM en 25 puntos base, independiente del sesgo que se le diera a la política monetaria, no proveía una señal de fuerte compromiso con la meta, sino que constituía esencialmente una actitud reactiva.

Un Consejero señaló que, en su opinión, un aumento de la TPM de 50 puntos bases no era una medida preventiva, sino más bien una corrección importante, pero no completa, del rezago en la TPM. Ello, añadió, porque la evolución del producto potencial, discutida en el último IPoM, el fuerte dinamismo de los distintos componentes de la demanda agregada y el alto crecimiento de los agregados monetarios y el crédito sugerían que el impulso monetario no debía ser expansivo. Por ello, concluyó, aun con un ajuste de la TPM de esta magnitud, todavía se estaba en el segmento expansivo de la política monetaria y consideraba que era probable que este ajuste no fuera el último. Por su parte, otro Consejero agregó que creía que era necesario explicitar que el Banco Central hará todo lo que estima necesario para cumplir con su meta dentro de horizonte habitual de política. No obstante, indicó que, si realmente él pensara que el próximo movimiento debiera ser al alza, entonces votaría por un aumento mayor en esta misma oportunidad.

Respecto del sesgo de la política monetaria, varios Consejeros coincidieron en que la decisión de aumentar la TPM en 50 puntos base abría la posibilidad de mantener un sesgo neutral sobre su trayectoria. Uno de estos Consejeros indicó que, a su juicio, movimientos futuros dependerán de la nueva información que se acumule, prestando especial atención a la evolución de la economía internacional, y en particular al precio del petróleo, así como a la propagación de las sorpresas inflacionarias a otros precios y salarios. A su vez, otro de estos Consejeros agregó que el Consejo se debía mantener muy alerta y contar con los máximos grados de libertad para movimientos futuros de la TPM en un escenario externo altamente incierto, pero donde los riesgos inflacionarios habían ido aumentando en conjunto con la severa alza del precio del petróleo. En contraposición, un Consejero señaló que, en su opinión, mostrar un sesgo completamente neutral sin ningún indicio de un posible ajuste en el futuro no era conveniente por dos razones. Primero, porque exponía injustificadamente a aparecer reaccionando en el futuro a un *shock* inesperado que no era tal y, segundo, porque se corría el riesgo de debilitar la percepción de los agentes respecto de la convicción con que se tomaba la decisión de aumentar la tasa en esta reunión.

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 6,75%.