

Reunión de Política Monetaria

JULIO 2007

BANCO CENTRAL DE CHILE



MINUTA

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 110 celebrada el 12 de julio de 2007

Asisten el Presidente don Vittorio Corbo Lioi, el Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y los Consejeros don Jorge Desormeaux Jiménez, don Manuel Marfán Lewis y don Enrique Marshall Rivera.

Asiste la Ministra de Hacienda Subrogante, doña María Olivia Recart Herrera.

Asisten también el Gerente General, don Alejandro Zurbuchen Silva; el Subgerente General, don Leonardo Hernández Tagle; el Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Ángel Nacur Gazali; el Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido; el Gerente de División Operaciones Financieras, don Esteban Jadresic Marinovic; el Gerente de División Política Financiera, don Pablo García Silva; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Igal Magendzo Weinberger; el Gerente de Análisis Internacional, don Sergio Lehmann Beresi; el Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker; el Gerente de Mercados Financieros Nacionales, don Beltrán De Ramón Acevedo; el Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete; el Gerente Asesor de Comunicaciones, don Luis Alberto Álvarez Vallejos; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes; los Economistas Senior, doña Erika Arraño González y don Enrique Orellana Cifuentes; y el Secretario General, don Jorge Court Larenas. También asiste, como invitada especial a esta reunión, la Revisor General, doña Silvia Quintard Flehan.

1. Antecedentes

1.1 Presentación de los antecedentes

La información acumulada durante el último mes nuevamente dio cuenta de un escenario de inflación de corto plazo superior al previsto en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). Asimismo, los datos confirmaron un escenario de crecimiento de la actividad algo mayor que el de esa oportunidad. Las noticias recientes reflejaron la materialización de algunos de los riesgos descritos en mayo, los que se verificaron con una magnitud inusual. La actividad de mayo aumentó a una tasa anual menor que en meses previos, aunque si es corregida por factor

calendario, su crecimiento fue similar, en especial para los sectores distintos de recursos naturales. Ello reafirmó que las holguras de capacidad eran menores que las previstas en el último IPoM, con el consiguiente aumento de las presiones inflacionarias de mediano plazo. La inflación de junio resultó sorprendentemente alta y muy por sobre lo esperado. Al igual que en meses anteriores, la sorpresa se concentró en precios de productos específicos, esta vez particularmente en lácteos y algunas verduras frescas. El aumento de estos precios, sumado a una nueva revisión al alza en el precio de los combustibles en pesos, lleva a un escenario de inflación de corto plazo sustantivamente superior al descrito en el IPoM de mayo, estimándose que en el corto plazo la inflación IPC estaría en torno a 4% anual, en línea con varias proyecciones del sector privado. Las expectativas de inflación de mercado reaccionaron a este escenario de mayor inflación por un *shock* de oferta con un incremento de la inflación esperada en el corto plazo, manteniéndose ancladas en torno a 3% a largo plazo y con un adelantamiento de las expectativas de alza de la Tasa de Política Monetaria (TPM) por este concepto. Al cierre de esta minuta, la evolución esperada de la TPM en contratos *swaps* incluía cinco alzas de la TPM en un año plazo, tres de las cuales se concretarían antes de diciembre de 2007 y una cuarta que lo haría en el primer trimestre de 2008.

El escenario externo relevante para la economía chilena continuaba favorable. Las mayores novedades se habían concentrado en el precio de los productos básicos, especialmente el del cobre y de los combustibles, que habían aumentado de manera importante en el mes. El precio del cobre, afectado principalmente por conflictos laborales en diferentes yacimientos mineros, subió más de 9%. El mercado del petróleo estuvo afectado por una alta demanda de sus derivados y factores geopolíticos que incrementaron la prima por riesgo, concretándose una de las preocupaciones mencionadas en el IPoM. El aumento en el precio de la gasolina, en torno a 10%, fue similar al del petróleo. Los precios de varios productos alimenticios seguían elevados e incluso algunos de ellos habían continuado aumentando.

En los mercados financieros internacionales se acentuaron las preocupaciones respecto de los efectos económicos y financieros que podría generar el aumento de la morosidad asociada a la deuda hipotecaria *subprime* en EE.UU. El efecto *flight to quality* generado por esta situación llevó a caídas de algo más de 10 puntos base en los rendimientos de los bonos de largo plazo en dólares, pese a mejores noticias de actividad, en particular del mercado laboral. Destaca que su nivel al cierre de esta minuta era considerablemente mayor que el que se registraba a comienzos de este año. En cuanto a las tasas de política, en EE.UU. se diluyeron las expectativas de una eventual alza para fin de año, mientras en la Zona Euro y Japón se mantuvieron las expectativas de alzas en lo que resta

de 2007, de 50 y 25 puntos base, respectivamente. En línea con ello, el dólar perdió terreno en los mercados internacionales en las últimas semanas. La proyección de crecimiento mundial de consenso se revisó levemente al alza para este año, permaneciendo un escenario en que el mayor dinamismo de Europa y de Asia compensaría el menor crecimiento esperado para EE.UU. respecto de lo previsto en el IPoM de mayo.

En el mercado financiero nacional los principales cambios del último mes volvieron a concretarse en el aumento de algunas tasas de interés —en todo caso de menor magnitud que el mes previo— y en la consolidación de una expectativa de mercado de que la TPM aumentará en lo inmediato. Tras la publicación del IPC de junio, las tasas de interés de los documentos nominales del Banco Central aumentaron entre 15 y 20 puntos base, al tiempo que las de los reajustables disminuyeron, aunque no las de largo plazo, que se mantuvieron estables.

Las expectativas respecto de la TPM que se deducían de los precios de los activos financieros y de las encuestas a las mesas de dinero habían aumentado la magnitud y la velocidad del ajuste de la TPM respecto de lo observado al cierre del IPoM de mayo y de lo vigente al momento de la reunión pasada. En mayo pasado, las expectativas de mercado anticipaban un alza de 25 puntos base de la TPM en los siguientes doce meses, lo que en junio subió a tres alzas de igual magnitud, dos de ellas en el curso de 2007. Al cierre de esta minuta, las expectativas anticipaban cinco aumentos de 25 puntos base en los próximos doce meses, tres de los cuales se darían antes de diciembre y un cuarto que se verificaría en el primer trimestre de 2008. Además, la mayoría de las expectativas de mercado anticipaban un incremento de 25 puntos base de la TPM para esta reunión. Las expectativas de inflación del sector privado también mostraron aumentos, especialmente las de plazos menores de dos años. Las de largo plazo seguían cercanas a 3%. Según la encuesta a las mesas de dinero, la inflación esperada a un año aumentó a 3,55% (0,45 punto porcentual superior al mes anterior), mientras a dos años plazo subió a 3,30%. Las medidas de compensación inflacionaria *forward* de menores plazos aumentaron entre 0,1 y 0,4 punto porcentual, mientras que la de mayor plazo (5 en 5), se volvió a ubicar en torno a 3%. Los resultados de la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central (EEE) mostraban que la inflación esperada a un año plazo aumentó a 3,2% (+0,2 punto porcentual respecto del mes pasado), mientras a dos años plazo seguía en 3%. Esto, pese a que la inflación esperada a diciembre de 2007 en la misma EEE tuvo un incremento relevante, llegando a 4,1% (3,2% el mes anterior).

Las condiciones financieras eran favorables, sin novedades relevantes por el lado de los agregados crediticios y monetarios durante el último mes. En particular, el dinamismo de las colocaciones bancarias siguió en línea con los meses previos,

aunque con un aumento del crecimiento anual de las colocaciones a personas y una reducción del crecimiento de los créditos a empresas, a la vez que la velocidad de expansión aumentó en el primer caso y en el segundo se mantuvo relativamente estable. Las tasas de interés de las operaciones de los bancos asociadas a créditos para la vivienda tuvieron un incremento en el último mes, mientras las de las comerciales disminuyeron levemente y las de los créditos de consumo se mantuvieron estables.

La paridad peso/dólar alcanzó un valor máximo de \$530 a fines de junio. A partir de entonces disminuyó, coincidiendo con el fuerte incremento del precio del cobre y de otros productos básicos de exportación, con la depreciación del dólar en los mercados internacionales y con el cambio en las expectativas sobre la evolución de la TPM en Chile, ubicándose en torno a \$520 al cierre de esta minuta. Tras ubicarse bajo 94 en mayo, en su medición 1986 = 100, el TCR subió de ese nivel en junio y se estima que en julio se ubicaría sobre 95.

Los indicadores de consumo de mayo siguieron mostrando incrementos anuales por sobre los del primer trimestre. En junio, las expectativas de los consumidores se deterioraron (comportamiento que se extendió a todas las preguntas), siguiendo en la zona pesimista. Las expectativas de los empresarios, en tanto, aumentaron y continuaban en la zona optimista. Por el lado de la inversión, en junio el crecimiento del volumen de importaciones de bienes de capital siguió en niveles elevados. No obstante, los datos de ventas de viviendas de mayo tuvieron un débil desempeño, cayendo casi 14% anual en el Gran Santiago. Con ello, el número de meses necesarios para agotar el stock aumentó de 14,9 a 16,0.

La Dirección de Presupuestos actualizó sus proyecciones respecto del presupuesto fiscal y sus principales parámetros para este año. A grandes rasgos, el superávit estimado para el 2007 aumentó desde 4,4 a 7,1% del PIB, con una mayor recaudación tributaria y de ingresos de cobre bruto, además el crecimiento real del gasto llegaría a 9% anual respecto del gasto efectivo de 2006 (marginamente superior al incremento del gasto incluido en el presupuesto: 8,9%). Destaca, por otro lado, la recuperación que mostró el crecimiento anual de los ingresos tributarios distintos de cobre en la información fiscal de mayo, acorde con el dinamismo de la actividad económica.

En el lado del comercio exterior, durante el segundo trimestre el volumen de las exportaciones de bienes habría crecido cerca de 13% anual, principalmente por el incremento de los envíos mineros. El volumen de las exportaciones industriales aumentó en torno a 6% anual en el trimestre, afectado por el bajo dinamismo de los envíos industriales ligados a productos básicos, en particular la harina de pescado, el salmón y el metanol.

Por el lado del origen del PIB, en mayo destacó el afianzamiento del mayor crecimiento de la actividad minera, la incidencia negativa de la generación eléctrica —que obedecía a su menor valor agregado, por la escasez del recurso hídrico que ha debido ser reemplazado con combustible— y una cierta moderación del alto dinamismo que ha mostrado el comercio. No obstante, en este último sector, aunque con alguna incertidumbre respecto de la evolución del componente mayorista, los datos son coherentes con la evolución del consumo. Así, en mayo el Imacec aumentó 4,8% anual (5,5% considerando la existencia de un día hábil menos), valor por debajo de lo esperado por la mayoría del mercado, pero que sigue en línea con el dinamismo que ha mostrado la actividad en los últimos meses. En todo caso, en mayo comenzó a observarse el impacto directo de las restricciones de gas natural sobre la actividad, en particular por el mencionado desempeño de EGA (Electricidad, Gas y Agua) y el efecto negativo en la producción de metanol.

Los datos de actividad y demanda interna del último mes se enmarcaban dentro del escenario de mayor dinamismo que se delineó el mes pasado, reafirmando que el crecimiento del PIB y del gasto en el segundo trimestre serán mayores que lo previsto en el IPoM de mayo. Ello, además, conlleva un cierre de la brechas de capacidad más rápido que el previsto.

Los datos del mercado laboral de mayo siguieron mostrando un significativo crecimiento anual del empleo y un descenso de la tasa de desempleo nacional. En el primer caso, la variación anual del empleo total se mantuvo sobre 3%, con un empleo asalariado que siguió creciendo a tasas algo inferiores a 5% anual y un empleo por cuenta propia que comienza a recuperarse al presentar una tasa de crecimiento positiva de 1%, tras cerca de un año y medio de variaciones negativas. La tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, disminuyó a 6,4% (-0,4 punto porcentual respecto del mes previo), con lo que acumuló una disminución del orden de 0,7 punto porcentual en los últimos tres meses.

Más allá del nivel que alcanzó la tasa de desempleo, la información más reciente siguió apuntando a costos laborales contenidos. El incremento anual del Costo de la Mano de Obra (CMO), descendió por segundo mes consecutivo (4,7%, -0,2 punto porcentual respecto del mes anterior). Al mismo tiempo, su velocidad de expansión también disminuyó. El crecimiento anual del Índice de Remuneraciones continúa por encima del observado para el CMO, manteniéndose en 6,6% anual. El incremento nominal anual del indicador de remuneraciones de la Asociación Chilena de Seguridad tuvo una caída relevante en mayo, pasando de una tasa promedio de 5,7% en el primer cuatrimestre de 2007 a una de 3,1% en el mencionado mes. Las tasas de variación anual de las diferentes medidas de Costos Laborales Unitarios mostraron una caída generalizada, aunque sus velocidades de expansión continúan aumentando.

En junio, la inflación IPC resultó sorpresivamente alta, llegando a 0,9% (3,2% anual). Nuevamente destacó el incremento en el precio de algunos alimentos, en particular de los productos lácteos y de algunas verduras frescas. Influidos también por los precios de alimentos no perecibles, el IPCX e IPCX1, en tanto, aumentaron 0,5% en el mes (3,2 y 3,5% anual, respectivamente). La velocidad de expansión del IPCX1 volvió a aumentar, llegando a 4,3% en el trimestre móvil abril-junio. Los indicadores de inflación subyacente, que tienen relación con el nivel de la inflación, siguieron ubicándose sobre 3% anual, aunque sin un incremento adicional en términos de variaciones anuales.

El aumento que muestran los precios de algunos alimentos en el exterior en el curso de 2007, en particular los relacionados con granos —maíz, trigo— y la leche, ha tenido un efecto notorio en la inflación interna, lo que se hizo particularmente visible en la variación anual de IPC e IPCX1 acumulada a junio. De hecho, de excluir el precio de los alimentos de esta última medida de IPC — 52% de la canasta total de IPC — su tasa de variación anual se ubicaba en 2,3% en junio, valor similar al promedio del primer semestre de 2007 e incluso algo menor que el promedio de 2006. El aumento de los precios de los granos y la leche responde esencialmente a factores de oferta ligados a la evolución de sus precios internacionales. Se estima que, por ahora, reflejan un cambio permanente de una vez en su nivel, más que un proceso inflacionario. No obstante, se deben tener en consideración los efectos de segunda ronda que el aumento de este tipo de precios pueden generar, en particular en los salarios, debido a su propia naturaleza de alimentos básicos, y en las expectativas de inflación. En este último caso, como ya se indicó, las expectativas de inflación en el corto plazo han aumentado de modo importante, no obstante a mediano y largo plazo continúan en torno a 3% anual. Por otro lado, indicadores de expectativas de inflación levantados en encuestas a consumidores y empresarios dan cuenta de una percepción de mayor inflación, aunque no es posible concluir que ello refleje un desanclaje de expectativas. Por ahora, el escenario de inflación de corto plazo se proyecta considerablemente mayor que el considerado en el IPoM de mayo debido al inusual incremento de los precios de los alimentos, concretando otro de los riesgos previstos en ese entonces. A lo anterior, se suma la revisión al alza en el precio del petróleo y sus derivados dada la información acumulada en los dos últimos meses.

1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió sobre los riesgos del escenario externo relevante, en especial respecto de la economía estadounidense. Se señaló que el principal riesgo del escenario externo actual es el efecto que tendrá en la economía de EE.UU. la debilidad

de su sector inmobiliario. Se mencionó que su impacto tiene dos dimensiones, la primera referida al efecto en el sector real y la segunda al impacto financiero. Se indicó que por ahora la evaluación más común era que los efectos en el lado real de la economía no serían tan importantes, de hecho las últimas cifras conocidas, si algo, indicaban un mejor panorama. No obstante se dudaba sobre la magnitud del impacto en el lado financiero. Aunque por un lado se estimaba que podría afectar de modo significativo el nivel de riesgo crediticio, en especial a personas, se contraponía el hecho de que el mercado *subprime* estadounidense era relativamente pequeño y, por lo tanto, no debería generar mayores repercusiones. Los antecedentes disponibles no indicaban que en EE.UU. las condiciones financieras se hubiesen desmejorado significativamente para sectores distintos de los *subprime*. Se indicó también que la mayor parte de los efectos no se apreciaban en las condiciones de crédito sino más bien en la valoración de los activos. Se señaló que, en todo caso, los efectos de este episodio sobre el escenario externo relevante y, por lo tanto, sobre la economía chilena se estimaban, por ahora, como muy reducidos.

Se discutió acerca de los efectos que los problemas de abastecimiento energético podrían tener sobre la actividad. Se indicó que, más allá del impacto directo sobre el valor agregado de la generación eléctrica, era difícil deducir con relativa exactitud cual podría ser el efecto sobre el resto de los sectores productivos. Se agregó que ya el año pasado se había dado un *shock* de magnitud importante y se había apreciado un impacto acotado sobre la actividad. En todo caso, se indicó, que las condiciones en que se daba el *shock* durante este año eran distintas y, por lo tanto, era un tema que se debía seguir analizando con cautela. Se señaló que tampoco debían dejarse de lado efectos más indirectos, como el impacto que este elemento pudiera tener en las expectativas de los consumidores o empresarios, o en la evaluación sobre el desempeño de las compañías ligadas al sector energético, siendo esto último un fenómeno que ya se comenzaba a observar.

Se discutió acerca de las implicancias que las novedades de los últimos meses —cierre más rápido de las holguras de capacidad y *shocks* de oferta en precios específicos, en particular— tienen sobre el escenario de inflación de mediano plazo. Se indicó que, en la medida que existiera un anclaje firme de expectativas inflacionarias, el mayor impacto sobre la inflación de mediano plazo provenía del cierre adelantado de la brecha y no de los *shocks* de precios específicos. Estos últimos, pese a que en el corto plazo tenían un efecto importante en la inflación, no eran determinantes en el mediano plazo.

2. Opciones

Con los antecedentes disponibles, el Consejo analizó las alternativas de mantener la TPM, aumentarla en 25 puntos base o aumentarla en 50 puntos base, concluyéndose que las alternativas distintas a un aumento de 25 puntos base tenían menos justificación e incluso algunos inconvenientes.

Respecto del escenario que se enfrentaba en el IPoM, había importantes novedades que modifican la estrategia de política monetaria. Por lo tanto, antes de analizar el mérito de las alternativas, se consideraron sus implicancias de política. Primero, había un cierre más rápido que lo proyectado de las holguras de capacidad, lo que de por sí debería llevar a una normalización más rápida de la TPM que la antes contemplada. Si se consideraba que la brecha del PIB se acerca a cero, que la tasa de desempleo era baja (al menos no mayor que estimaciones de la NAIRU) y que las distintas medidas de inflación de tendencia se ubicaban en 3% o algo más, era difícil justificar que la TPM no se ubicará ya en su nivel neutral (cualquiera sea este). Cuán rápido llegara a ese nivel era una pregunta de implementación y dependía de si se evaluaba que esta situación de menores holguras persistirá.

Segundo, la economía había sufrido algunos *shocks* de precios específicos de magnitud inusual, que modificaban sustancialmente la perspectiva de inflación de corto plazo. En principio, si fueran por una vez o se revirtieran, podría haberse argumentado que no requieren de una adecuación de la estrategia de política (más allá de un efecto por el principio de Taylor). Esto suponía que las expectativas de inflación siguen bien ancladas. Como siempre, existía el riesgo de efectos de segunda vuelta, que podrían ser más intensos en una economía sin holguras, como era la situación actual. En este cuadro, la estrategia de política podría tener que graduarse de manera de prevenir estos efectos de segunda vuelta.

Y tercero, se había registrado un aumento importante en las expectativas de inflación a plazos más cortos, junto con un empinamiento de la trayectoria esperada para la TPM. Considerando el nivel que alcanzaban los distintos indicadores de expectativas de inflación, por ahora parecía difícil argumentar que se estaba en presencia de un desanclaje de expectativas. En efecto, ellas se ubicaban en niveles comparables a los que se han observado en el pasado cuando han aumentado. Sin embargo, detrás de este anclaje, también había expectativas de alzas de tasas, que de no materializarse podrían arriesgar un desanclaje. De juzgarse que este último efectivamente existiera, podría ser necesario un aumento inmediato y relativamente más intenso de la TPM, incluso mayor al esperado por el mercado.

Respecto de las alternativas para esta reunión, el principal argumento para motivar una mantención de la TPM se basaba en que, hasta entonces, la mayor inflación se explicaba casi exclusivamente por *shocks* de oferta —la variación del IPCX1 sin alimentos, que representa poco más de la mitad del IPC, se ubicaba cerca de 2,3% anual— y al mismo tiempo había riesgos a la baja para la demanda interna y la actividad, en especial por los efectos que podrían tener los problemas energéticos.

Estas consideraciones, sin embargo, no daban cuenta del panorama completo de las presiones inflacionarias ni de los riesgos que se enfrentaban. Había que notar que aún el indicador IPCX1 sin alimentos también había aumentado desde comienzos de año, y ya se encontraba cerca del promedio de los últimos cinco años. Más aún, otros indicadores de tendencia se ubicaban en 3% o algo por sobre esa cifra. Por otra parte, aún si se diera un efecto negativo en la actividad por escasez de energía, no era evidente que ello implicara mayores holguras, dado que también se reduciría la capacidad productiva potencial. La perspectiva de que las holguras se copararán más rápido que lo contemplado en el escenario base del IPoM era algo que ya parecía haber sucedido el trimestre pasado. El nivel que alcanzaba la tasa de desempleo apuntaba a la misma conclusión. Finalmente, dado el cuadro de reacomodo de expectativas de inflación y de TPM, y el nivel que alcanzará la inflación en el corto plazo, la mantención involucraba un riesgo relevante de desanclaje y la necesidad de hacer en el futuro aumentos más intensos de la TPM.

Un alza de 50 puntos base podría haberse justificado desde algunas perspectivas. Si se estimaba que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se estaban desanclando más allá de sus fluctuaciones habituales, podría ser necesaria un alza mayor que 25 puntos base. Lo mismo aplicaría si se estimaba que había un riesgo especialmente elevado respecto de efectos de segunda vuelta del *shock* de precios, y si un aumento de 25 puntos base solo se hiciera cargo de limitar los efectos inflacionarios del cierre más rápido de holguras. Por último, un alza superior a 25 puntos base no parecía incoherente con lo que arrojaba un ejercicio de actualización parcial del escenario base (y podía entenderse como un adelantamiento de un alza probable del mes siguiente).

También había motivos a favor de que el aumento de la TPM no superara los 25 puntos base. Por un lado, los argumentos anteriores podían ser discutibles. No existía evidencia obvia de desanclaje de las expectativas de inflación. Aún no se veían efectos de segunda vuelta, al menos en los salarios, y las proyecciones proveían una guía útil, pero demasiado gruesa, para determinar la decisión más adecuada en una reunión específica. Por otro lado, desde una perspectiva de implementación, un aumento de 50 puntos base, cuando se espera prácticamente

por unanimidad uno de 25 puntos base, podría haberse leído como una reacción a perspectivas inflacionarias incluso mayores que las que tenía el mercado y el propio Banco Central, con el consiguiente efecto en las tasas de interés de mercado y el tipo de cambio.

3. Decisión de política monetaria

En el frente externo, algunos Consejeros indicaron que los mercados financieros internacionales denotaban una mayor preocupación por los efectos del deterioro de los activos hipotecarios en Estados Unidos. No obstante, las condiciones financieras externas relevantes para Chile mostraban pocos cambios respecto del mes anterior.

Varios Consejeros coincidieron en destacar que los precios internacionales de las materias primas, especialmente cobre, petróleo, leche en polvo y granos, continuaban aumentando, alejándose aún más del escenario base del IPoM de mayo. Además, ahora se preveía que la normalización de esto podía ser más gradual de lo que se estimaba previamente.

Todos los Consejeros señalaron que en el plano interno, la actividad ha mostrado un crecimiento superior al proyectado. Varios de ellos indicaron que ello confirmaba que la actividad crecía por sobre su nivel de tendencia, con un cierre más rápido de las holguras de capacidad que el previsto en el último IPoM, pero que la información del Imacec de mayo daba cuenta de una atenuación e introducía algún grado de incertidumbre sobre el desenvolvimiento del actual ciclo expansivo en los próximos trimestres. A juicio de un Consejero, aunque el nivel del PIB y de la demanda interna estaban por sobre el escenario base del IPoM, el mayor crecimiento implícito no parecía ser permanente; esto es, afectaría el nivel del PIB y de la brecha, pero no la velocidad en lo que resta del año.

Un Consejero recordó que un puzzle que seguía sin resolverse se daba en el mercado del trabajo, donde la tasa de desempleo seguía reduciéndose, mientras los costos laborales permanecían inmunes a ese efecto.

Todos los Consejeros destacaron que la mayor sorpresa del mes había sido la alta inflación de junio, la que se sumaba a las de los meses previos. En todo caso, las causas inmediatas del último registro se vinculaban a los alimentos y combustibles. Un Consejero notó que si se descuenta el IPC de todos los alimentos, combustibles y servicios indexados no combustibles, se llega a que la inflación anual a julio de este subconjunto —que representa algo menos de dos

tercios del IPC—, es de solo 1,7%, cayendo del 2,8% registrado en promedio en el segundo semestre del año pasado. Por tanto, según este Consejero, cabía preguntarse si esto significaba que no había presiones inflacionarias, sobre todo cuando esta medida descuenta componentes bastante estándar en las mediciones internacionales de inflación subyacente. En todo caso, resaltó que otras medidas de inflación subyacente también habían mostrado aumentos mayores a lo esperado. Otro Consejero indicó que no había evidencia concluyente de que existieran componentes de demanda o de gasto agregado en la mayor inflación observada hasta ahora. Destacó que la incidencia del ítem salud que afectara el IPC de mayo se revirtió en junio y no había elementos que dieran certezas respecto de su evolución futura, y en este caso cabía preguntarse cuánto de esto era reflejo de los precios internacionales y cuánto era idiosincrásico.

Un Consejero indicó que era posible argumentar que la mayor inflación subyacente podía ser producto de una evolución de la actividad más dinámica que la anticipada. Sin embargo, a su juicio, ese mayor dinamismo podría tener repercusión en la producción en los trimestres venideros, más que en los datos más recientes, por los rezagos normales entre actividad e inflación. Con todo, señaló que es necesario concentrarse en la inflación efectiva, y no excesivamente en la subyacente, por cuanto existe el riesgo de efectos de segunda vuelta, con efectos muy nocivos en la inflación y la eficacia de la política monetaria. Para evitar esto, es necesario responder a dichos desarrollos reduciendo el impulso monetario.

Varios Consejeros notaron que los *shocks* de precios de alimentos y combustibles habían afectado todas las mediciones de inflación, así como las expectativas de inflación de corto plazo. Sin embargo, las expectativas de inflación de más largo plazo seguían ancladas en 3%, lo que sugería que el mercado consideraba los efectos de estos *shocks* como esencialmente transitorios. Esto, en un contexto en que los precios financieros y las encuestas a los operadores de mesas proyectaban un empujamiento en la trayectoria de la TPM.

Un Consejero indicó que, con la información disponible en esos momentos, la normalización de la TPM debería seguir un curso más bien gradual. A su juicio, ello permitirá calibrar la intensidad y velocidad del ajuste requerido en un contexto en el cual existían varias incertidumbres, como las relacionadas con el efecto del suministro de energía sobre la actividad y el eventual impacto de las alzas de precios en el ingreso disponible de los hogares. Argumentó que dado que el mercado había incorporado en sus expectativas en forma muy rápida varias alzas en la TPM, podría ser recomendable un ajuste pronunciado en esta ocasión. Sin embargo, señaló que el desplazamiento de la curva de rendimiento podía estar reflejando simultáneamente un aumento en las primas por riesgo, más aún cuando

se consideran las encuestas a los operadores que expresan que esperan un número menor de ajustes en la TPM que los sugeridos por los precios de los activos.

Varios Consejeros estimaron que existían argumentos para descartar mantener la TPM en 5%. Algunos consideraron que ello no sería coherente con el mensaje entregado en la reunión de junio, especialmente porque las noticias del último mes habían tendido a consolidar las tendencias de actividad e inflación, arriesgando un desanclaje de expectativas.

Otro Consejero señaló que veía tres razones que hacía desaconsejable mantener la TPM. En primer lugar, el alza del precio de los alimentos y combustibles podía haber creado una compresión del gasto destinado a otros bienes resultando en presiones a la baja en dichos precios, lo que sería consistente con la baja observada por el IPC que excluye alimentos y combustibles. Un freno en el alza en los precios de alimentos y combustibles podría resultar entonces en un aumento de otros precios. En consecuencia, excluir precios que han tenido alzas severas y con una participación relevante en la canasta de consumo podría esconder presiones inflacionarias que se revelarían una vez que los precios de aquellos bienes específicos que habían experimentado aumentos importantes se normalizaran. Segundo, existía el riesgo de efectos de segunda vuelta con efectos nocivos en la inflación y la eficacia de la política monetaria. Estos efectos de segunda vuelta consistirían en el aumento de otros precios, por ejemplo causados por presiones de costos laborales elevadas como resultados de mayores expectativas inflacionarias. Para mantener dichas expectativas ancladas era necesario responder a las noticias reduciendo el impulso monetario. De no actuar oportunamente será necesario aplicar una dosis mayor en el futuro con sus consecuentes costos en términos de actividad y credibilidad. Por último, el actual dinamismo de la actividad, que se espera continúe, estaría incubando presiones inflacionarias que se materializarían en los meses venideros.

Otro Consejero indicó que descartaba mantener la TPM basado en que el anticipo en el cierre de las holguras de capacidad, por el mayor dinamismo que lo proyectado del PIB resto, por si solo tiene consecuencias en la inflación proyectada y requiere adelantar la reducción del estímulo monetario para mantener la inflación en tomo a la meta en el horizonte de política. Esto se veía reforzado por la necesidad de evitar que los aumentos en los precios internacionales de los combustibles y de algunos alimentos terminaran por generar efectos de segunda vuelta y/o aumentos de expectativas de inflación que alejaran de forma más persistente la inflación de la meta. Además, notó que el mercado también había interpretado que las sorpresas de demanda interna y de precios de alimentos requerirán de una normalización más rápida de la política monetaria para mantener la inflación.

Algunos Consejeros analizaron argumentos a favor de un alza de 50 puntos base de la TPM. Para uno de ellos, parecería prematuro, en particular dado el último registro de Imacec y las perspectivas de magnitud e implicancias muy inciertas de los problemas de abastecimiento de gas. Para otro Consejero, las noticias no lo justificaban y podría entregar el mensaje erróneo que el Consejo está reaccionado principalmente como respuesta al alza reciente en la inflación como resultado de *shocks* de oferta. Finalmente, para otro Consejero un incremento de 50 puntos base podría mal entenderse en el sentido de reflejar una visión más negativa de la que tiene el propio mercado sobre las perspectivas inflacionarias o un riesgo manifiesto de desanclaje de expectativas.

Según algunos Consejeros, aumentar la TPM en 25 puntos base permitía retomar el curso de normalización de política monetaria que se interrumpió por algunos trimestres en reacción a un cambio en el escenario económico. Todo ello bajo el supuesto de que la TPM se ubicaba todavía por debajo de su nivel neutral.

Varios Consejeros notaron que un aumento de la TPM en 25pb era coherente con las expectativas de mercado. Uno señaló que con los significativos *shocks* de oferta y con riesgos de inflación superiores a los contemplados en el IPoM de mayo, parece conveniente abandonar el actual escenario base sin que por ahora se tenga un escenario alternativo completo. En ese contexto, tomar una decisión distinta a la que esperaba el mercado podría ser interpretado como que el Consejo contaba con información adicional o un escenario alternativo, lo que era inefectivo, y agregaría una sorpresa extra de difícil interpretación.

Algunos Consejeros hicieron hincapié en que el ajuste al alza se justificaba principalmente porque el crecimiento de la actividad era superior al previsto y se ubicaba por sobre el nivel de tendencia, lo que implicaba que las holguras se estaban reduciendo rápidamente y esto requería adelantar la reducción del estímulo monetario para mantener la inflación en torno a la meta en el horizonte de política. A ello se agregaba que la trayectoria de la inflación era bastante más alta que la anticipada y se ubicaría algo por sobre el 3%. Aunque esto se explicaba principalmente por *shocks* de precios específicos, el ajuste resultaba prudente para evitar efectos de segunda vuelta y mantener las expectativas ancladas.

4. Acuerdo

El Presidente señor Corbo, el Vicepresidente señor De Gregorio, y los Consejeros señores Desormeaux, Marfán y Marshall acordaron por unanimidad aumentar la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos base, ubicándola en 5,25%.