

# Reunión de Política Monetaria

AGOSTO 2007

BANCO CENTRAL DE CHILE



# MINUTA

## REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

### Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 111 celebrada el 9 de agosto 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 el Ministro de Hacienda, don 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, 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.

## 1. Antecedentes

### 1.1 Presentación de los antecedentes

Las noticias más recientes mostraban que la inflación IPC se había elevado hasta casi 4% y sus perspectivas de corto plazo eran sustantivamente mayores que lo proyectado en el IPoM de mayo. Esto ocurría en un contexto de copamiento de las holguras de capacidad en el curso del segundo trimestre y *shocks*, de magnitud inusual, en precios de productos específicos, exacerbado, en esa coyuntura, por el efecto en los precios de los perecibles de fenómenos climáticos. Ello intensificaba el escenario de mayor inflación de corto plazo que ya se había delineado en el último par de meses, proyectándose que la inflación anual del

IPC se ubicaría en niveles por sobre 5% durante algunos meses. A su vez, las medidas alternativas de tendencia inflacionaria habían vuelto a aumentar y se ubicaban en valores algo por sobre 3%, mientras que los costos laborales seguían contenidos. Por su lado, en junio el Imacec creció 6,1% anual, con lo que, considerando el promedio de los datos publicados, la actividad aumentó en el segundo trimestre a una tasa similar a la del primer cuarto. Las expectativas de mercado tanto para la inflación como para la TPM (Tasa de Política Monetaria) se habían ajustado a ese escenario de cierre más rápido de las holguras y mayor inflación efectiva. Las primeras, con un aumento significativo de la inflación esperada en el corto plazo, pero con una mantención levemente sobre 3% en las expectativas a plazos mayores. Las segundas, con un empinamiento de la curva de rendimiento, que anticipaba entre tres y cuatro nuevos ajustes de 25 puntos base de la TPM en lo que queda del 2007.

El escenario externo relevante para la economía chilena seguía positivo. Sin embargo, la principal novedad de las últimas semanas había sido la propagación de los problemas en el sector hipotecario *subprime* en EE.UU. hacia otros segmentos del mercado financiero. En efecto, se habían observado cambios significativos en la valoración del riesgo de crédito, bajo un contexto de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales. El efecto *flight to quality* generado había llevado a una caída superior a 30 puntos base en la tasa de interés del bono a 10 años de EE.UU., seguida de cerca por las tasas de la Zona Euro y en menor medida por las de Japón. Los premios crediticios se habían elevado de manera importante: 50 puntos base el EMBI de economías emergentes, 100 puntos base el de empresas *high yielders* en EE.UU. y 22 puntos base el chileno. En este último caso, debía considerarse que el alza del *spread* podría estar exacerbada por la baja liquidez de los instrumentos. Asimismo, las bolsas habían descendido en todos los mercados. La actividad económica mundial seguía dinámica, las proyecciones de crecimiento mundial para el 2007 se corregían levemente al alza, principalmente por el mejor desempeño esperado para las economías asiáticas. No obstante, surgía el riesgo de que esas proyecciones comenzaran a reducirse, ante la posibilidad de que la corrección en los mercados financieros internacionales llevará a condiciones crediticias más restrictivas y tuvieran efectos negativos sobre la dinámica de crecimiento de las economías.

El precio del petróleo WTI había continuado aumentando, situándose en torno a US\$72 el barril. El precio de la gasolina, en cambio, había descendido más de 10% en el último mes, toda vez que la capacidad de refinación de EE.UU. se había ido recuperando. No obstante, la situación de estrechez del mercado de combustibles aún persistía y sería más prolongada que lo anticipado. El precio del cobre se había mantenido en niveles similares a los de julio, por sobre lo

previsto, en un mercado afectado por huelgas e interrupciones en la producción de yacimientos en Chile y México.

En el mercado financiero nacional, las tasas de interés habían aumentado reflejo de la revisión de las perspectivas de inflación y la volatilidad de los mercados financieros internacionales. La curva de rendimiento había vuelto a empinarse, anticipando entre tres y cuatro alzas de 25 puntos base de la TPM en lo que resta del año (una más que lo esperado el mes pasado) y entre uno y dos aumentos adicionales durante el primer semestre del 2008. La EEE (Encuesta de Expectativas Económicas) mostraba expectativas de tres alzas de 25 puntos base a diciembre del 2007 y otra adicional el 2008. Comparado con los valores vigentes al momento de la reunión de julio, las tasas de los documentos nominales no mostraron mayores cambios hasta comienzos de agosto, momento en que, tras la publicación del IPC de julio, tuvieron un aumento de entre 10 y 25 puntos base, dependiendo del plazo. Las tasas de interés de los papeles reajustables habían mostrado mayores fluctuaciones, aunque respecto de los valores al cierre de la reunión anterior no exhibían cambios relevantes.

Las expectativas de inflación de corto plazo del sector privado apuntaban a una inflación considerablemente por sobre 3%. A diciembre del 2007, de acuerdo con la EEE, la inflación se ubicaría en 4,8% anual (4,1% en julio). A un año plazo, la inflación esperada era 3,5% (3,2% en julio), reflejando la transitoriedad de parte de los *shocks* específicos que se habían observado. La encuesta a mesas de dinero preveía que la inflación se ubicará en 3,6% a un año plazo, valor muy similar al que estimaban hace un mes (3,55%). Para el segundo año, las expectativas de inflación seguían convergiendo a valores más próximos a la meta. La encuesta de mesas de dinero anticipaba una inflación de 3,4% (3,3% en julio), la EEE una de 3% (igual el mes pasado) y la compensación inflacionaria de 1 en 1 contemplaba una inflación del orden de 3,6% (3,3% en julio). A plazos mayores, se ubicaban en valores algo por sobre 3%. En particular, la compensación inflacionaria de 5 en 5 contemplaba 3,2% (3% en julio). Cabe mencionar también que la percepción de los agentes del sector privado no financiero daba cuenta de un aumento relevante en las expectativas de inflación de corto plazo. La encuesta a consumidores del IPEC de Adimark de julio, mostraba un nivel récord de los encuestados que creían que los precios subirán “mucho” en los próximos doce meses. Asimismo, la encuesta a empresarios del IMCE (Índice Mensual de Confianza Empresarial) señalaba que las expectativas de inflación a doce meses de los encuestados pertenecientes a los sectores de comercio e industria se ubicaban cercanas a 4% en julio (3,2% en junio).

En julio, las colocaciones bancarias privadas crecieron a tasas anuales similares a las del mes anterior, lo que sumado al mayor crecimiento del dinero, apoyaban

un escenario de condiciones financieras favorables. En líneas generales, la evolución de las colocaciones era coherente con tasas de interés de mercado estables para empresas y algo mayores para los hogares y con lo que se desprendía de la Encuesta Sobre Créditos Bancarios de junio del Banco Central. En ella se percibía una mayor demanda por créditos en todos los sectores y condiciones de otorgamiento de créditos más flexibles para las empresas, en particular para las pymes, y más restrictivas para créditos de consumo. Cabe mencionar que las tasas de interés de las letras de crédito hipotecario habían mantenido constante el margen respecto de la tasa libre de riesgo. El dinero continuó creciendo a tasas elevadas, incluso mayores a las del mes anterior, destacando la reacceleración que presentó el M1 y el aumento de la tasa de expansión del M3 que es la mayor desde 1998.

Después de descender hasta \$513 en la semana siguiente a la reunión de julio, la paridad peso/dólar aumentó, al igual que lo sucedido con otras monedas durante el episodio de volatilidad externa, ubicándose al momento de la reunión algo por sobre \$520. La depreciación multilateral fue menor, excepto en el caso del TCM-5, donde incidió la apreciación que ha tenido el yen durante las últimas semanas. Con información preliminar, el TCR en su medición 1986 = 100 se ubica en 94 en agosto, nivel en torno al cual había fluctuado durante los últimos tres meses.

Los indicadores de actividad y demanda de junio siguieron en línea con el mayor dinamismo que se observó a lo largo del segundo trimestre. El Imacec aumentó 6,1% anual (5,8% considerando la existencia de un día hábil más). Con ello, considerando el promedio simple de los Imacec publicados a la fecha, en el segundo trimestre la economía habría crecido 5,8% anual, tasa similar a la del primer cuarto. Este valor es superior a lo previsto en el IPoM de mayo y apuntaba a que el nivel de actividad sería similar a su nivel de tendencia.

En junio el crecimiento anual de los indicadores de consumo continuó con la fortaleza de meses previos, siendo, en promedio, superior al del mes anterior y en línea con lo registrado en el primer trimestre del año. Las expectativas de los consumidores, a diferencia de lo que arrojaban las cifras de consumo, seguían en el lado pesimista, con un deterioro importante en julio y una trayectoria descendente desde comienzos de año que era refrendada por la medición de la Universidad de Chile a junio. Por su lado, el crecimiento anual de las ventas de viviendas nuevas informadas por la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) nuevamente tuvieron un descenso importante en junio: -15,5% (-13% en mayo y 5% promedio entre enero y abril), con lo que el número de meses para agotar el stock aumentó a casi 18 (16 el mes pasado). La inversión, en todo caso, seguía configurando un escenario de mayor crecimiento. En julio, el

nivel de las importaciones de bienes de capital se mantuvo en torno a US\$575 millones —como había sido la tónica desde abril— y con tasas de incremento anual del orden de 10%. Por otro lado, la revisión de junio del Catastro de Obras de Ingeniería de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) mostraba un incremento en la inversión total esperada para el trienio 2007-2009 respecto de su versión de marzo.

Con información provisoria, en julio el valor de las exportaciones creció alrededor de 10% anual y el de las importaciones lo hizo en cerca de 30%. En las exportaciones destacaba el crecimiento de los envíos industriales, mientras en las importaciones resaltaba el dinamismo tanto de las de consumo como de las intermedias no petróleo.

En la actividad sectorial, en junio destacó la mayor contribución de industria —asociada principalmente a la producción de celulosa— y de los sectores de servicios, con una recuperación del comercio. Lo anterior siguió siendo contrarrestado parcialmente por la incidencia negativa de EGA (Electricidad, Gas y Agua), por el menor valor agregado de la generación eléctrica, por la escasez del recurso hídrico que ha debido ser reemplazado con combustible, y al menor abastecimiento de gas.

Los datos del mercado laboral de junio continuaron con un importante crecimiento anual del empleo (3,4%), con un empleo asalariado que siguió con tasas del orden de 5% anual y aquel por cuenta propia que presentó por segundo mes consecutivo una tasa de variación anual positiva. La tasa de desempleo nacional, eliminada estacionalidad, disminuyó a 6,2% (-0,2 punto porcentual respecto del mes previo), con lo que acumuló una disminución cercana a un punto porcentual en los últimos cuatro meses. Estos niveles eran bajos comparados con el promedio de los últimos veinte años y con varias estimaciones disponibles para la tasa natural de desempleo. El panorama de escasas holguras que se avizoraba a partir de los datos del mercado laboral del INE, era corroborado por la encuesta de empleo de la Universidad de Chile, que daba cuenta de un descenso de la tasa de desempleo del Gran Santiago y de que el empleo continuaba dinámico.

Como había sido habitual en los últimos meses, pese a las escasas holguras en el mercado laboral, la información más reciente seguía apuntando a presiones inflacionarias relativamente acotadas por el lado de los salarios y costos laborales. El incremento anual del costo de la mano de obra se mantuvo en 4,7%, a la vez que su velocidad de expansión disminuyó. El crecimiento anual del IREM (Índice de Remuneraciones) seguía ampliando la brecha respecto del observado para el CMO (Costo de Mano de Obra), subiendo a 6,7% anual. El incremento nominal

anual del indicador de remuneraciones de la Asociación Chilena de Seguridad aumentó a 4,3%, revirtiendo parte de la caída del mes anterior. Las tasas de variación anual en las diferentes medidas de CLU (Costos Laborales Unitarios) tuvieron movimientos mixtos, ubicándose en un rango entre 1 y 2,5%, a la vez que sus velocidades de expansión continúan aumentando.

En julio la inflación IPC volvió a resultar sorpresivamente alta, llegando a 1,1% (3,8% anual). El IPCX e IPCX1 aumentaron 0,8% en el mes (3,5 y 4,0% anual, respectivamente). Volvió a destacar el incremento del precio de algunos alimentos, en particular de productos lácteos, pan y verduras frescas. La velocidad de expansión del IPCX1 volvió a aumentar, ubicándose por sobre 5% en el trimestre móvil mayo-julio. Las medidas alternativas de tendencia inflacionaria aumentaron, acercándose en un caso a 4% y en los otros dos situándose entre 3 y 3,5%.

El escenario de inflación de corto plazo nuevamente era impactado al alza por *shocks* en los precios de los alimentos. A los aumentos de precios previamente identificados —maíz, trigo, leche y sus derivados— se sumaba un incremento significativo en el precio de verduras frescas, debido a las desfavorables condiciones climáticas del actual invierno. Además, durante julio se anunciaron aumentos en las tarifas eléctricas. Pese a que el impacto en la inflación era de una magnitud considerable en el corto plazo —especialmente por el inusual escenario de tamaño y acumulación de *shocks* en un mismo momento del tiempo—, se debía seguir teniendo en consideración que la observación de los restantes componentes de la canasta del IPC no mostraba, por ahora, un incremento generalizado de precios. De hecho, excluidos los precios de los alimentos, el incremento anual del IPCX1 se ubicó en 2,3% en julio, valor muy similar al promedio del primer semestre y del año anterior. Aún más, una medida de IPC que no considera los precios de la energía y los alimentos —quedando 68% de la canasta— exhibía un descenso en sus tasas de incremento anual desde fines del 2006 a la fecha.

En línea con la evaluación de que la mayor parte de los *shocks* que estaban afectando a la inflación eran fenómenos que impactan por una vez al nivel de precios y que, por lo tanto, durante el 2008 implicarán una caída de la inflación anual, las expectativas de inflación del sector privado mostraban el ya comentado aumento en el muy corto plazo que era revertido hacia adelante, acercándose a 3% más adelante.

## 1.2 Análisis y comentario de los antecedentes

Se discutió acerca de la estrechez que se apreciaba en el mercado laboral, con una baja tasa de desempleo, y la respuesta que se había apreciado en los salarios. Se señaló que llamaba la atención el hecho de que la tasa de desempleo hubiera descendido hasta el actual nivel, menor que el considerado natural, sin que se apreciara una presión significativa sobre los salarios. Se señaló que esta relación de bajo desempleo y salarios sin una aceleración significativa podía verse en varios países, siendo una materia de investigación en la coyuntura actual. Se agregó que, en todo caso, la relativa insensibilidad de los salarios reales al ciclo parecía ser un tema histórico que, de hecho, podía apreciarse en la evolución de esta variable en el período 1999-2001. Se indicó también que, visto por sectores, se delineaba un panorama más heterogéneo, con rubros como la construcción, habitualmente más sensible al ciclo económico, que mostraban un aumento importante de los salarios.

Se discutió acerca de las razones detrás del aumento que había tenido la inflación en los últimos meses. En particular, si el aumento actual respondía casi exclusivamente a subidas de precios específicos o existían indicadores que dieran cuenta de presiones inflacionarias distintas. Se mencionó que podían encontrarse indicaciones en ambos sentidos. Por un lado, llamaba la atención la estabilidad y el nivel que mostraban las medidas de inflación de las que se excluyen los alimentos y/o la energía e incluso el IPCX1 sin alimentos. Por otro, las medidas alternativas de tendencia inflacionaria efectivamente mostraban un incremento en los últimos datos. Se agregó también que se debía tener cuidado con centrar el análisis en medidas que excluían los precios con mayores aumentos, porque podrían esconderse presiones subyacentes que surgirían una vez terminado el rally de aumentos de los otros precios. Asimismo, tampoco era posible sacar conclusiones de presiones de demanda sobre la inflación de solo observar el aumento del IPCX1. Se señaló que, aún no era posible apreciar con claridad que la inflación estuviera subiendo por presiones de demanda, pero sí que las holguras eran lo suficientemente bajas para que, de seguir estrechándose, se materialicen más de esas presiones.

## 2. Opciones

Con los antecedentes disponibles, el Consejo consideró como las opciones más plausibles en la reunión aumentar la TPM en 25 o en 50 puntos base.

En la reunión de política anterior, se había analizado cómo el cierre de holguras más rápido que lo proyectado, y el hecho de que la tendencia inflacionaria se ubicara algo sobre 3%, hacía necesario ajustar la TPM de manera de reducir el

estímulo que provee la política monetaria. En todo caso, cuán rápido llevar la TPM a su nivel neutral era una pregunta de implementación y dependía, entre otros factores, de la evaluación de si esta situación de menores brechas persistiría. Por encima de esto, además, se enfrentaba un *shock* de precios de alimentos inusualmente intenso, cuya persistencia era difícil de precisar y que, sumado al elevado precio de los combustibles, implicaba un riesgo por eventuales efectos de segunda vuelta y desanclaje de expectativas. En ese cuadro, la estrategia de aumentos de la TPM podría tener que acelerarse de manera de prevenir estos efectos de segunda vuelta.

El análisis anterior seguía siendo válido e implicaba que era necesario continuar aumentando la TPM, sin perjuicio de la necesidad de considerar aspectos de implementación para decidir la dosis y la oportunidad. Las cifras de actividad y demanda reforzaban el cuadro de cierre de holguras discutido la reunión anterior. Ahora bien, las novedades en el lado de la inflación sí modificaban el panorama de inflación de corto plazo. En particular, la profundización del *shock* de precios de alimentos y, en alguna medida, de energía, intensificaban el panorama de inflación elevada en el corto plazo.

De esta manera, se podía justificar un alza de 25 puntos base aun sin las novedades que se habían tenido durante el último mes. Con las novedades, en particular el registro de inflación muy por encima de las expectativas, se podía argumentar que un alza de 25 puntos base era el ajuste mínimo de la TPM para esa oportunidad.

Se podía justificar un aumento de 50 puntos base considerando que, en el escenario más probable, de todas formas sería necesario aumentar la TPM en los siguientes meses para reducir el estímulo monetario que prevalece, y que un ajuste de esta magnitud envía una señal más clara de compromiso con la estabilidad de precios, en particular cuando el mercado espera mayoritariamente un aumento de 25 puntos base. Esto podía ser apropiado considerando que, si bien las expectativas de inflación a mayores plazos del sistema financiero se mantenían cerca de 3% y no mostraban mayor diferencia con episodios anteriores en que la inflación había excedido la meta, la inflación estaría por algunos meses muy por sobre 3% y existía mayor visibilidad pública de las alzas de precios. Esto último ya se reflejaba en encuestas a hogares y empresas y en el tratamiento que la prensa le daba al tema. Además, esta situación, sumada a la aparente inexistencia de holguras relevantes, en particular el bajo desempleo, podría alimentar efectos de segunda vuelta en salarios y otros precios e incluso hacer peligrar el anclaje de expectativas. Un alza más agresiva de la TPM ayudaría a temperar estos riesgos.

Por otro lado un aumento mayor de 25 puntos base tenía algunas desventajas. Primero, si bien no se percibían holguras, debía tomarse en cuenta que el alza de la inflación estaba focalizada en una gama acotada de productos. Por ejemplo, si se excluían los alimentos del IPCX1 (lo que deja una canasta que representa el 51% del IPC total), este indicador tenía un aumento anual menor de 2,5% y una tendencia estable. Si se excluían alimentos y energía del IPC (lo que deja una canasta que representa el 68% del total) se llegaba a una inflación menor de 2% y con tendencia reciente a la baja. Existía el riesgo, por lo tanto, de que, de revertirse el precio de los productos que habían sufrido alzas inusuales, la inflación disminuyera relativamente rápido.

Segundo, la situación de turbulencia y ajuste en los mercados financieros internacionales generaba un grado importante de incertidumbre respecto del curso más apropiado para la política monetaria. Por ejemplo, podría darse un cuadro futuro de debilidad cíclica global, que requiriera de una política más acomodaticia, con lo que podría ser recomendable seguir un curso de ajustes menos intensos a la espera de mayor información.

Tercero, al ser un ajuste mayor que el esperado, un alza de 50 puntos base podría haberse leído como una reacción a perspectivas inflacionarias de corto y mediano plazo muy elevadas, con el consiguiente efecto en las tasas de interés y el tipo de cambio.

Por último, era probable que la comunicación de aumentos de la TPM más acotados pero continuados fuera menos compleja que la alternativa de un aumento más significativo en esa reunión.

### 3. Decisión de política monetaria

---

Varios Consejeros coincidieron en señalar que el principal cambio en el escenario externo era el importante ajuste de los mercados accionarios, en los premios por riesgo de las economías emergentes y en las paridades cambiarias, debido a la incertidumbre en torno a la calidad de la cartera *subprime* en EE.UU. y la posibilidad de que este fenómeno se transmitiera a los otros segmentos del crédito. A juicio de algunos Consejeros si bien este ajuste era deseado, la preocupación era que pudiera inducir a un menor crecimiento de la economía de EE.UU. Un Consejero enfatizó que aunque aún no se sabía dónde convergerá la actual situación, la hipótesis más razonable parecía ser que habrá una corrección al alza en los márgenes de riesgo, los que se encontraban en niveles anormalmente bajos. Tal corrección ya había estado presente en los escenarios

de riesgo del Banco Central hasta el último IPoM. Además, acotó que la mayor sensación de riesgo financiero coincidía, curiosamente, con un fortalecimiento en el margen de las perspectivas de crecimiento mundial.

En el plano interno, todos los Consejeros destacaron como lo más relevante la nueva sorpresa inflacionaria de julio y la ratificación del crecimiento económico por sobre lo contemplado en el escenario base. Un Consejero notó que la sorpresa inflacionaria se volvió a concentrar en gran medida en alimentos que respondían a presiones de costos vinculadas a mayores precios internacionales.

Todos los Consejeros indicaron que a los *shocks* de precios provenientes del exterior se habían sumado *shocks* de precios de alimentos perecibles, provocados por factores internos. Las alzas parecían por el momento concentradas en productos o rubros específicos, tanto es así que al excluir los precios de alimentos y energía, la variación para los restantes precios incluidos en el IPC evolucionaba en forma moderada y estable. Un Consejero señaló que, si bien los aumentos de precios de alimentos perecibles serían transitorios, era menos claro cuán persistentes serían las alzas de precios de otros alimentos. A juicio de otro Consejero se estaba en un escenario en el cual no había señales de aumentos excesivos de la inflación en general, pero el escenario era ciertamente complejo, por sus consecuencias sobre las perspectivas inflacionarias y el impacto en la evolución de otros precios. Todos los Consejeros destacaron que como respuesta a estos *shocks* se habían elevado las expectativas de la inflación de corto plazo y en menor magnitud las de mediano plazo. Las expectativas de inflación de largo plazo, seguían bien ancladas en torno a 3% anual. De manera concomitante habían reaccionado las tasas de interés y las expectativas de ajuste en la política monetaria.

Todos los Consejeros coincidieron en esgrimir como una de las razones para un alza de la TPM que la economía estaba creciendo por sobre su ritmo de tendencia y las holguras de capacidad se habían reducido. Este cierre de holguras se veía reflejado también en las cifras de crecimiento del empleo, así como en la tasa de desempleo.

Con todo, un Consejero señaló que no había elementos adicionales que respaldaran un cierre de brechas preocupante: no había evidencias de que la mayor inflación observada correspondiera a presiones de demanda, los costos laborales unitarios se mantenían contenidos, no había desalineamiento cambiario, ni tampoco una aceleración del volumen de importaciones, es decir, no se había evidenciado, hasta ese momento, ninguna de las consecuencias que habitualmente se asocian a un cierre de brechas. A pesar de lo anterior, lo prudente era que, en el contexto de holguras reducidas, la política monetaria

retomara una instancia neutral más temprano que tarde. Argumentó que se trataría, por lo tanto, de un aumento de la TPM de tipo preventivo más que correctivo.

Otro Consejero coincidió en que dada la evolución de la inflación excluyendo alimentos y energía, no se veían presiones inflacionarias excesivas que provinieran del cierre de brechas, más aún, era posible pensar que la caída del desempleo a niveles inesperadamente bajos, sin presiones salariales agregadas, era una señal de un aumento transitorio de las brechas relevantes para la inflación. Alternativamente, los rezagos en la relación empleo salarios podrían generar potenciales presiones futuras aunque hoy eso solo se observaría en algunos sectores específicos. Asimismo, era posible que los bajos aumentos de precios de bienes excluyendo alimentos y energía fueran resultado de una caída en su demanda producto de aumentos del gasto en los bienes que han tenido elevados aumentos de precios, que son además bienes con relativamente bajas elasticidades de demanda. De modo que, presiones que no se observaban en ese momento podrían materializarse en el futuro en la medida que los precios de los alimentos se normalicen.

Todos los Consejeros señalaron que, por otro lado, la inflación efectiva había subido en forma apreciable y superaría el rango de tolerancia en los próximos meses. La concurrencia de estas novedades, más la consideración de que el *shock* de oferta que se enfrentaba era severo, recomendaba actuar en forma preventiva para mantener las expectativas ancladas y no comprometer la credibilidad en la política monetaria. En este sentido, algunos Consejeros estimaron que la opción de acelerar la normalización de la política monetaria incrementando la TPM en 50 puntos base tenía la ventaja de entregar una señal de fuerte compromiso con la meta inflacionaria. Pero esa opción también tenía riesgos y el más importante era que muchas de estas alzas de precios se revirtieran muy rápidamente, aun más si se preveían inflaciones mensuales negativas para el cuarto trimestre. De este modo, un alza de 50 puntos base podría, retrospectivamente, ser evaluada como una sobrerreacción.

Varios Consejeros estimaron que un alza de 50 puntos base sería innecesaria y podría conducir a una lectura equivocada por parte del mercado, que espera mayoritariamente una de solo 25 puntos base. A su juicio, por el momento, lo que correspondía era proceder en forma gradual, lo que permitiría acumular más antecedentes y volver a evaluar la intensidad del ajuste requerido. Esto era importante porque existían eventos en curso, como el que afectaba a los mercados financieros, que podían introducir cambios en los escenarios considerados. Un Consejero creía que tomar una decisión distinta a la que espera el mercado, mientras no se tenga un escenario base confiable, podría

ser interpretado como que el Banco Central cuenta con información adicional, lo que no era efectivo. Además, señaló que, al igual que en la reunión anterior, creía importante abandonar el escenario base del IPoM de mayo, ya que las desviaciones de inflación y de actividad eran demasiado significativas como para que siguiera siendo una referencia en la decisión de política monetaria. A su parecer, mientras no se cuente con un nuevo escenario base confiable, lo que ocurrirá en la próxima reunión, son los elementos de juicio los que deberían guiar las acciones de política.

El mismo Consejero indicó que una razón para elevar la tasa de política monetaria en esta oportunidad tenía que ver con las perspectivas de la inflación futura. En efecto, las proyecciones de corto plazo apuntaban a una aceleración de la velocidad de la inflación en los próximos meses. Notó que si bien la inflación en doce meses mostrará durante varios trimestres un nivel más alto, por el mayor IPC ya registrado, esa por sí sola no constituye una razón para cambiar la instancia de la política monetaria. Una función de reacción que considere la inflación de doce meses para el futuro cercano puede aconsejar cambios muy imprudentes. Lo que interesa, para efectos prácticos, es la velocidad de cambio en los precios, la que se percibe mayor en el corto plazo. Las expectativas apuntaban a que se convergerá a la inflación meta desde arriba y no desde abajo como contemplaba el escenario base anterior. Por esa sola razón, también se justificaba una TPM mayor, por el argumento conocido como el principio de Taylor, y se trataría en ese caso, de un aumento correctivo más que preventivo. Una calificación importante de consignar a este argumento, era que está construido sobre la base de las expectativas de mercado y no por las proyecciones del Banco Central, que sería lo correcto, pero en la ausencia de un escenario base confiable, era lo mejor a lo que se podía apelar.

Otro Consejero señaló que había riesgos que se debían tomar en cuenta en la decisión de esa reunión. Tal vez el mayor riesgo inflacionario eran los efectos de segunda vuelta. Ellos podrían tener su origen en dos fenómenos distintos: desanclaje de expectativas y transmisión a otros precios. El desanclaje de expectativas se basaría en la idea que el Banco Central pierde credibilidad sobre sus metas. Las encuestas y los datos del mercado financiero no indicaban que eso estuviera ocurriendo. Además, en la medida que las políticas siguieran siendo coherentes con la meta de inflación, y a su juicio la evidencia mostraba que ese había sido el caso, el desanclaje no era, por ahora, el principal riesgo de efectos de segunda vuelta. En cambio, el otro efecto de segunda vuelta, que el aumento del IPC total se transmitiera al reajuste de otros precios en la economía, el más obvio los salarios, era el principal riesgo que se enfrentaba. El que los reajustes de precios futuros se comenzaran a tornar incompatibles con la meta de inflación era, a su parecer, la principal razón para aumentar la tasa de política monetaria

en esa oportunidad. No consideraba que los argumentos para subir la tasa en 50 puntos base fueran convincentes, en particular, dado que el escenario de alta inflación está muy concentrado en algunos bienes y la recomendación de alza de la política monetaria tenía mayor relación con prevenir potenciales y no efectivos efectos de segunda vuelta.

#### **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 5,5%.