banco central Chile

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2023

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 295, celebrada el 25 y 26 de enero de 2023.

Asisten la Presidenta doña Rosanna Costa Costa, el Vicepresidente don Pablo García Silva y los Consejeros don Alberto Naudon Dell'Oro, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes y doña Stepanka Novy Kafka.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Mario Marcel Cullell.

Asisten también el Gerente General, don Beltrán de Ramón Acevedo; el Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Mauricio Álvarez Montti; el Gerente de División Política Monetaria, don Elías Albagli Iruretagoyena; el Gerente de División Mercados Financieros Interino, don Juan Carlos Piantini Cardoso; la Gerente de División Política Financiera, doña Rosario Celedón Förster; la Gerente de División Estadísticas, doña Gloria Peña Tapia; el Gerente de División Asuntos Institucionales, don Michel Moure Casabianca; el Gerente de División Riesgo Corporativo, don Diego Ballivián Wiechmann; el Gerente de Análisis Macroeconómico, don Markus Kirchner; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; el Gerente de Análisis Internacional, don Miguel Fuentes Díaz; la Gerente de Estudios Económicos, doña Sofía Bauducco; el Gerente de Operaciones de Mercado, don Felipe Musa Silva; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Juan Francisco Martínez Sepúlveda; el Gerente de Estadísticas Macroeconómicas, don Francisco Ruiz Aburto; el Gerente de Comunicaciones, don Felipe Lozano Rafalowski; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Andrés Sansone Alvo; la Economista Senior, doña Erika Arraño González; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

Escenario nacional

En diciembre de 2022, la inflación total y subyacente habían alcanzado 12,8 y 10,7% anual, respectivamente, ambas cifras menores que las registradas en el mes previo. No obstante, la inflación acumulada en los últimos dos meses había estado por sobre lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre, tanto en su componente subyacente como volátil. Las expectativas de inflación a dos años plazo de las encuestas —Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y Encuesta de Operadores Financieros (EOF)— continuaban por sobre 3%. En esta última, si bien la inflación esperada a dos años era menor respecto del levantamiento previo a la Reunión de diciembre, había aumentado levemente en la última observación.

Las presiones de costos habían mostrado señales de moderación, aunque permanecían elevadas. Las perspectivas de costos de las empresas (IMCE) habían seguido bajando de forma transversal entre sectores. Los costos de transporte y el precio de la energía y los alimentos habían continuado normalizándose a nivel mundial. Se añadía la disminución de casi 10% del tipo de cambio en las últimas semanas.

El Imacec no minero de noviembre había vuelto a descender, registrando una caída de 0,2% mensual al eliminar la estacionalidad (-0,8% para el Imacec total). El resultado se encontraba por sobre lo contemplado en el IPoM de diciembre, lo que se explicaba, en parte, por algunos servicios y el comercio. Sin embargo, esto había sido parcialmente compensado por un mayor retroceso de la industria manufacturera, esta última por algunos factores puntuales, como la mantención de refinerías y el paro de camioneros. Desde la perspectiva del gasto, continuaba el ajuste en indicadores de alta frecuencia relacionados con el consumo y la inversión, como el desempeño del comercio minorista, las importaciones y la baja actividad en la construcción.

En el mercado laboral, tanto el empleo como la participación continuaban sin cambios significativos, lo que mantenía la tasa de desempleo en torno a 8%. Los salarios reales seguían reduciéndose. Esto, en un contexto en que la demanda por trabajadores seguía baja —el Índice de Avisos Laborales de Internet se ubicaba por debajo de su promedio histórico y las expectativas de empleo de las empresas (IMCE) continuaban bajas. Todo lo anterior se daba en medio de perspectivas de consumidores (IPEC) y empresarios (IMCE) que permanecían en niveles pesimistas.

El mercado financiero local había recogido las tendencias globales. Respecto de la última Reunión, el IPSA y las tasas de interés de largo plazo estaban en niveles similares, mientras que el tipo de cambio se había apreciado en torno a 8%, algo más que las monedas comparables.

Las colocaciones reales de crédito bancario continuaban contenidas. Persistían las caídas anuales en los segmentos comerciales y de consumo (-4,6 y -2,1%, respectivamente), mientras que las de vivienda seguían mostrando variaciones anuales históricamente bajas. Las tasas de interés de consumo y comerciales se mantenían por sobre sus promedios históricos, aumentando hasta 28,1 y 15,3%, respectivamente. Las tasas de interés para créditos de vivienda, reajustables en UF, habían descendido respecto de noviembre, ubicándose en 4,4%. Lo anterior, en un contexto en que la Encuesta de Crédito Bancario del cuarto trimestre reflejaba condiciones de oferta que permanecían restrictivas y una demanda que había seguido debilitándose.

Las distintas medidas de expectativas del mercado situaban a la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 11,25% en la Reunión de enero y fijaban el primer recorte en abril. Las perspectivas a uno y dos años plazo provenientes de las encuestas habían disminuido, ubicándola entre 6,5 y 7% y entre 4,5 y 4,75%, respectivamente. Las expectativas que se desprenden de los activos financieros también habían disminuido y se situaban por debajo de las contenidas en las encuestas.

Escenario internacional

La inflación mundial había disminuido, especialmente en EE.UU., donde el IPC había caído desde 8,2 a 6,5% entre septiembre y diciembre del año pasado. Ello se debía, principalmente, a la reducción de los precios de la energía. De todos modos, la inflación mundial permanecía en niveles elevados, destacando la persistencia que seguían señalando los registros subyacentes, a la vez que las presiones inflacionarias continuaban siendo bastante importantes. En este escenario, los principales bancos centrales habían seguido subiendo sus tasas de interés de referencia. En su reunión de diciembre, la Reserva Federal de EE.UU. (Fed) había elevado el rango de la *fed funds rate* en 50 puntos base (pb), hasta 4,25-4,5%. Esto se daba en medio de un mercado laboral que permanecía estrecho, lo que continuaba significando un riesgo relevante al alza para la inflación. Por su parte, el Banco Central Europeo había subido en 50pb su tasa de política monetaria en su última reunión, y había intensificado el tono restrictivo de su comunicación, agregando un alza importante en sus proyecciones de inflación. En América Latina, la inflación parecía haber alcanzado su máximo en gran parte de los países, y algunos bancos centrales habían seguido subiendo sus tasas de referencia. En Brasil, donde la tasa se había mantenido, no se descartaba retomar las alzas de ser requerido.

Las perspectivas de crecimiento mundial para 2023 se mantenían débiles, aun cuando habían mostrado un ajuste acotado al alza. En EE.UU., los datos recientes daban cuenta de una actividad todavía resiliente, con indicadores de consumo privado robustos, respaldados por el impulso que le continuaba proveyendo el mercado laboral, así como la dinámica del ahorro y del crédito. En China, las perspectivas habían mejorado de forma importante tras el término de la política Covid cero en diciembre. Los datos más recientes de actividad y gasto habían sorprendido positivamente, mientras que las medidas de apoyo al sector inmobiliario parecían haber reducido la probabilidad de una contracción severa de este en el corto plazo.

El desempeño de la Eurozona también parecía haber superado lo previsto, donde los efectos de la crisis energética se habían visto atenuados, en parte, por la resiliencia de los sectores industriales de baja intensidad en el uso de la energía, ayudas fiscales y condiciones climáticas más favorables. Asimismo, se esperaba que el fin de los confinamientos en China promoviera la demanda externa, al mismo tiempo que las perspectivas para el precio del gas eran más favorables. En este panorama, los indicadores de confianza de la región habían mejorado en el margen.

Los mercados financieros habían reflejado un mayor optimismo, alimentado, en buena parte, por los cambios en la política Covid cero en China y perspectivas de una trayectoria de política monetaria menos restrictiva por parte de la Fed. Esto, en un contexto donde se esperaba una mayor restrictividad de la política monetaria del Banco Central Europeo y del Banco de Japón. En este contexto, desde la última Reunión, el dólar se había depreciado respecto del resto de las monedas, el apetito por riesgo y los flujos de capitales hacia economías emergentes habían aumentado, mientras que los *spreads* de financiamiento soberanos y corporativos mostraban una evolución reciente, en general, más favorable. Con la importante excepción de EE.UU., los mercados bursátiles en general habían exhibido alzas, alentados además por la visión más positiva respecto del crecimiento mundial. Las tasas de interés de largo plazo habían tenido movimientos mixtos.

Los precios de las materias primas se habían comportado de manera heterogénea. El del cobre se había incrementado de manera significativa y se ubicaba en US$4,2 la libra (+11% desde la última Reunión), impulsado por las mejores perspectivas de demanda de China y en el marco de una persistente estrechez de oferta. El precio del petróleo se encontraba alrededor de US$83 el barril (+5% desde la última Reunión, para el promedio WTI-Brent).

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Se comentó acerca de la evolución del escenario externo, mencionándose que, desde el IPoM de diciembre, mostraba un panorama algo más favorable, apreciándose un mayor apetito por riesgo en los mercados financieros globales. En EE.UU., los datos recientes de inflación habían sorprendido a la baja, alentando expectativas de mercado de que la desinflación podría darse de manera más rápida y con menores consecuencias en materia de actividad y empleo. Esto había llevado al mercado a prever una trayectoria de política monetaria menos contractiva. En China, el fin de la política Covid cero alentaba expectativas de mayor gasto y actividad mundial, aumentando el precio de las materias primas, especialmente de los metales, incluido el del cobre. Se añadió que, de todos modos, los riesgos del escenario global seguían siendo relevantes. Aún se mantenía la brecha entre las expectativas de *fed funds rate* de mercado y de la Fed, lo que podía ser fuente de volatilidad global al momento de resolverse.

El mercado financiero local había recogido estas tendencias externas, destacándose la apreciación del peso, que ubicaba el tipo de cambio bastante por debajo del nivel registrado al cierre estadístico del IPoM de diciembre. Se mencionó que, si bien el fortalecimiento del peso era importante, un factor relevante para evaluar sus implicancias macroeconómicas —y su persistencia— era entender las razones que la explicaban. Por un lado, la apreciación de la moneda podía atribuirse a un optimismo mayor respecto de la evolución de las economías emergentes, asociado al cambio de la política Covid cero en China, lo que pondría presión alcista a los precios de las materias primas y generaría mayor demanda por las exportaciones chilenas. Esto mejoraría la cuenta corriente de la balanza de pagos. En el mediano plazo, un escenario como ese podría incluso generar mayores presiones inflacionarias, aunque sus efectos fuesen desinflacionarios en el corto plazo. Por otro lado, la baja del tipo de cambio podía responder a que estuviesen predominando fenómenos puramente financieros de menores premios por riesgo y flujos de capitales más de corto plazo. En ese caso, había un beneficio de mejor tono financiero más inmediato y presiones desinflacionarias, pero no garantizaba un escenario de mayor crecimiento en adelante. Por último, también era posible que la baja del tipo de cambio respondiera a que se estaba asentando la sensación de que la debilidad cíclica y el proceso de desinflación en EE.UU. estaba procediendo de manera mucho más acelerada. Esa situación, donde la economía estadounidense tenía un desempeño menor que el esperado y la Fed reducía de manera agresiva la tasa de interés, sería un escenario de mediano plazo relativamente desinflacionario para Chile. Con todo, hubo consenso en que en este momento era difícil dilucidar los impactos macroeconómicos de la apreciación del peso, incluido su efecto en la inflación, y era una tarea que debía abordarse con mayores antecedentes en el próximo IPoM.

En el plano interno, se destacó que las cifras de actividad presentaban algunas sorpresas al alza en los últimos meses. En todo caso, eran más bien puntuales y acotadas, con lo que, en lo grueso, el escenario de ajuste contemplado en el IPoM iba dándose. La información de alta frecuencia indicaba que el ajuste continuaba, particularmente en el consumo privado. En la inversión, la información del catastro (CBC), las importaciones de bienes de capital y las expectativas seguían apuntando a que, más allá de la positiva sorpresa del tercer trimestre, la inversión se iría ajustando a la baja. En el mercado laboral, se seguía observando una caída de los salarios reales y un debilitamiento de las vacantes.

En cuanto a la inflación, hubo consenso en que, más allá del descenso que mostraba respecto del *peak* alcanzado en agosto, su nivel seguía siendo muy elevado. Además, la variación anual de la parte subyacente no mostraba mayores cambios en los últimos meses, por lo que la baja de la inflación total se asociaba más bien al componente volátil. Se añadía que la inflación acumulada en noviembre y diciembre era algo mayor que la prevista en el IPoM, tanto en el componente volátil como subyacente. Destacaba que las proyecciones de corto plazo para la inflación, medidas en encuestas, no tenían variaciones importantes, pese a la importante apreciación del peso. Incluso, algunas medidas, como la inflación esperada a dos años en la EOF, habían mostrado un leve aumento. En este contexto, las expectativas de inflación a dos años plazo permanecían por sobre 3%.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

El Consejo recordó que en la anterior Reunión se había entregado un claro mensaje respecto de la evolución futura de la TPM. Esto es, que la tasa se mantendría en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indicara que la convergencia de la inflación a 3% se había consolidado.

Por esto, a juicio del Consejo, lo que correspondía era analizar si existían señales claras de la consolidación de ese proceso. Aunque las dimensiones para establecer esta conclusión eran múltiples, se podían señalar algunas de ellas. Por un lado, en lo grueso, el escenario macroeconómico se alineaba con lo considerado en el IPoM de diciembre. Sin embargo, había algunos aspectos que llamaban la atención. Aunque acotadas, la actividad y la inflación mostraban algunas sorpresas al alza. Esto, sumado al tono más positivo del escenario externo, levantaba algunas dudas sobre la velocidad de ajuste de la economía y sus implicancias para la convergencia inflacionaria. El cierre de las Cuentas Nacionales de 2022, que se conocería en marzo, entregaría información valiosa para evaluar el estado del ajuste que la economía requería para reducir la inflación. Por otro lado, el tipo de cambio era la variable que mostraba la mayor novedad, pero, como se había discutido, sus implicancias inflacionarias de mediano plazo no eran evidentes. Incluso, las expectativas de inflación de mercado tampoco habían reaccionado mayormente ante la apreciación de la moneda, con expectativas que seguían por sobre 3% a dos años plazo. Se añadía que los riesgos en torno al escenario inflacionario continuaban siendo importantes, con una marcada asimetría de sus costos en caso de concretarse un panorama de mayor inflación.

En este contexto, todos los Consejeros concordaron en que aún no se avizoraba que la convergencia de la inflación a la meta de 3% estuviese consolidada. Por lo tanto, la única opción plausible era mantener la TPM en 11,25%.

Un Consejero señaló que podía ser válido revisar la opción de una pequeña baja de la TPM en esta Reunión. A su juicio, esto podría justificarse si se tenía presente que, incluyendo la apreciación del peso, las tendencias indicaban que la inflación se reduciría en adelante, aunque reconociendo que había insuficiencia de información. También se podía considerar que, deflactado por las expectativas de inflación a un año plazo, el nivel de la TPM real llegaba a 6% y era alto en comparación internacional.

El resto del Consejo reafirmó que, por ahora, la opción de reducir la TPM no tenía validez. A su juicio, en el actual escenario, la convergencia de la inflación radicaba de forma importante en la credibilidad de la capacidad y compromiso del Banco Central con la meta de inflación de 3% en el horizonte de política de dos años. De haber dudas al respecto, solo se terminaría en un ajuste que sería mucho más costoso para la economía. La mejor forma de reducir este riesgo era tener una mayor cautela en el inicio del proceso de recorte de tasas. Esto sugería esperar hasta que se hubiera consolidado el proceso de convergencia de la inflación al 3%, pues, de otro modo, se arriesgaría pausar o, incluso, revertir el proceso de reducción de la TPM.

4. Decisión de política monetaria

La Presidenta señora Costa, el Vicepresidente señor García y los Consejeros señor Naudon, señor Céspedes y señora Novy votaron por mantener la TPM en 11,25%.

MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA ENERO 2023