banco central Chile

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

AGOSTO 2021

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 284, celebrada el 31 de agosto de 2021.

Asisten el Presidente don Mario Marcel Cullell, el Vicepresidente don Joaquín Vial Ruiz-Tagle y los Consejeros don Pablo García Silva, don Alberto Naudon Dell'Oro y doña Rosanna Costa Costa.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Rodrigo Cerda Norambuena.

Asisten también el Gerente General, don Beltrán de Ramón Acevedo; el Fiscal y Ministro de Fe, don Juan Pablo Araya Marco; el Gerente de División Política Monetaria, don Elías Albagli Iruretagoyena; el Gerente de División Mercados Financieros Interino, don Diego Gianelli Gómez; la Gerente de División Política Financiera, doña Solange Berstein Jáuregui; 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; el Gerente de Estudios Económicos, don Andrés Fernández Martin; el Gerente de Comunicaciones, don Felipe Lozano Rafalowski; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Cristóbal Gamboni Gamboni; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

Los antecedentes para esta Reunión estaban contenidos en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, que se publicaría al día siguiente de efectuada esta Reunión. En dicho Informe se destacaba que la economía chilena había experimentado una rápida recuperación de la recesión provocada por la pandemia del Covid-19, la que había superado ampliamente las expectativas. Esta recuperación había sido posible por la capacidad de adaptación de empresas y personas y el gran avance del proceso de vacunación, que había permitido dar paso a un importante proceso de apertura. Todo esto había sido apuntalado por el gran despliegue de medidas de política, así como por un entorno internacional marcado por la acción simultánea de contención de la crisis, liderada por los bancos centrales y otras autoridades de las mayores economías del mundo.

La ampliación y persistencia de algunas de las medidas locales, combinadas con una propensión de los hogares a consumir los recursos recibidos más elevada, habían tenido un impacto en el gasto privado que superaba todas las previsiones. En un contexto en que la oferta aún no lograba recuperarse completamente,

ello había modificado significativamente la evaluación de las presiones inflacionarias que enfrentaba la economía, reflejándose en un aumento de la inflación y sus perspectivas inmediatas. A esto contribuía también la depreciación del peso, causada en parte por la percepción de un empeoramiento de los fundamentos de la economía producto de la liquidación de ahorro de largo plazo a través de los sucesivos retiros masivos de ahorros previsionales y del deterioro de las cuentas fiscales, todo ello en un entorno de alta incertidumbre local. Es así como las tasas de interés, las primas por riesgo y la bolsa mostraban un desempeño desfavorable cuando se les comparaba con sus símiles externos.

La necesidad de evitar la acumulación de desequilibrios macroeconómicos que, entre otras consecuencias, podría provocar un aumento más persistente de la inflación excediendo la meta de 3% a dos años plazo, llevaba al Consejo a modificar la orientación de la política monetaria. La rápida evolución del escenario macroeconómico, las expectativas de inflación y los escenarios de sensibilidad asociados a mayores presiones sobre los precios, configuran un cuadro en que el Banco Central debía actuar con prontitud para asegurar la convergencia inflacionaria.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Sobre el escenario externo, se concordó que este no ofrecía mayores novedades en su evolución. Por un lado, se acentuaban las brechas en la velocidad de salida de las economías desarrolladas respecto de las emergentes en general. Por otro, persistían los problemas con las cadenas logísticas y la inflación tendía a aumentar moderadamente en la mayoría de los países, mientras los precios de las materias primas se mantenían en niveles relativamente elevados. Los riesgos en torno a la evolución de la inflación en Estados Unidos, y la reacción de la política monetaria en ese país, seguían siendo relevantes.

Por el contrario, hubo consenso en que el escenario interno sí ofrecía cambios significativos. Resaltaba el extraordinario dinamismo del consumo y una recuperación parcial de la inversión. El primero de ellos, que estaba siendo impulsado por las sucesivas inyecciones de liquidez a los hogares, mostraba una expansión que iba más allá de lo proyectado, lo que hacía revisar al alza el supuesto de propensión marginal a consumir, en un contexto en el cual las personas habían acumulado recursos líquidos en cuentas de ahorro y vista por unos US$23 mil millones. Si a esto se le agregaba la ampliación de las transferencias fiscales directas, se configuraba un cuadro donde la expansión del consumo era bastante mayor que lo considerado en el IPoM de junio. Esto se reflejaba en la revisión al alza de la proyección de crecimiento en el 2021, la que, pese a su magnitud, no era suficiente para absorber toda la expansión de la demanda interna y daba paso a que la cuenta corriente transitara desde un superávit de 1,5% del PIB en el 2020 a un déficit algo mayor que 2% del PIB en el 2021. Todo esto, a pesar de la fuerte mejora de los términos de intercambio en este período.

En relación con el mercado laboral, hubo acuerdo en que los antecedentes disponibles —incluyendo los resultados de la encuesta del INE para el trimestre mayo-julio 2021 publicados el día de la Reunión— también apuntaban a una mejora, aunque aún persistían brechas por cerrar. Se apreciaba una recuperación

prácticamente completa del empleo asalariado y una parcial del empleo por cuenta propia. Sin embargo, las tasas de participación y las horas promedio trabajadas seguían bajo su tendencia, mientras una parte significativa de la población femenina se mantenía fuera de la fuerza de trabajo. Las vacantes habían aumentado, pero las empresas reportaban dificultad para llenarlas, especialmente en el caso de trabajos de menor calificación. Los salarios habían subido en términos reales a un ritmo que era coherente con una mayor estrechez en este mercado.

Se destacó que este escenario implicaba un cambio significativo en la evaluación de la brecha de actividad —cuya estimación para la segunda parte de este año pasaba de ser ligeramente positiva en el IPoM de junio a ser fuertemente positiva en este Informe—, lo que elevaba las presiones inflacionarias. Dichas presiones se incrementaban además por el aumento de la inflación internacional y la depreciación idiosincrática del peso. Se resaltó que, en circunstancias normales, una rápida recuperación como la que se ha observado en Chile, en un contexto de fuertes alzas del precio del cobre, se habría traducido en una apreciación significativa del peso y no en la importante depreciación que se observaba. Esto era más notorio si se tenía en cuenta que ello ocurría en medio de liquidaciones masivas de inversiones en el exterior, tanto del Fisco como de los fondos de pensiones. Ello no solo no había ocurrido, sino que se había producido una depreciación importante de la moneda local, tanto respecto del dólar como de otras monedas comparables. Esto solo se podía explicar por aumentos significativos en la percepción de riesgo local y de mayor incertidumbre respecto del futuro. Se añadía que este tipo de movimiento cambiario tenía un traspaso y persistencia sobre la inflación que era mayor que el promedio, dada la naturaleza idiosincrática del *shock*.

Hubo acuerdo en que todo este panorama ya estaba teniendo impactos en la inflación. De hecho, las inflaciones efectiva y subyacente habían aumentado más rápido que lo previsto, y algunas medidas de expectativas a dos años ya estaban por sobre la meta de 3%.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

El Consejo estuvo de acuerdo en que, a medida que lo peor de la pandemia iba quedando atrás, también era razonable que las medidas desplegadas para enfrentar esta difícil situación se fuesen retirando. Sin duda, estas acciones habían colaborado decididamente a que las consecuencias económicas de la pandemia no fueran mayores, pero también era evidente que su permanencia más allá de lo necesario estaba generando problemas y desequilibrios macroeconómicos que debían ser evitados.

La interrogante principal era a qué velocidad debían irse retirando estos estímulos. El Consejo concordó en que, hasta la Reunión pasada, el conjunto de antecedentes era coherente con una reducción gradual y parcial del impulso monetario, que consideraba mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) por debajo de su nivel neutral por un tiempo prolongado. Sin embargo, la información conocida desde entonces había provocado un cambio en esta evaluación. En particular, un escenario donde las presiones inflacionarias eran mayores dado el extraordinario dinamismo del consumo —derivado tanto del mayor impacto que las

medidas de estímulo estaban teniendo en él como de la ampliación de dichas medidas— y la depreciación idiosincrática del peso, y donde además los escenarios de sensibilidad asociados a mayores presiones sobre los precios tenían una probabilidad algo mayor de ocurrir.

Consecuente con esta evaluación, y dado que se partía de un valor extraordinariamente bajo para la TPM, el Consejo estuvo de acuerdo en que era necesario implementar un rápido ajuste del impulso monetario que la llevara a niveles en torno a su valor neutral hacia mediados del primer semestre del 2022. Considerando la frecuencia de las RPM bajo las normas vigentes desde el 2018, esto se traducía en que la TPM debería incrementarse entre 50 y 75 puntos base (pb) por varias Reuniones, lo que las convertía en las opciones plausibles para esta ocasión.

Varios Consejeros indicaron que la opción de subir 75b era la que mejor se adecuaba al escenario que se enfrentaba. En particular, si se consideraba que los estímulos que pesaban sobre la economía ya eran muy significativos, que su impacto estaba siendo mayor que el anticipado y que además el tamaño de dichas medidas se había ampliado. Todo ello daba pie a un escenario donde la convergencia de la inflación a la meta se daba cercana al horizonte de política y donde dominaban los escenarios de riesgo al alza. Se añadía que el actual estímulo monetario no se condecía fácilmente con una economía que crecía a tasas de dos dígitos y que ya había cerrado la brecha de actividad, más allá de que algunos sectores mantuvieran rezagos. En suma, esta opción era la más apropiada si lo que se buscaba era anticipar el retiro del estímulo monetario y ganar espacios frente a escenarios de sensibilidad donde la inflación fuera mayor.

Varios Consejeros concordaron en que la opción de subir 50pb tenía la ventaja de ser la que esperaba el consenso del mercado y, por tanto, no sorprendería. Se añadió que sorprender con un alza mayor que la esperada podía tener un valor por su impacto en las expectativas de inflación, pero también podía tener un costo por la respuesta menos favorable de otros actores. En particular, un Consejero recordó que en los últimos dos años la economía había sido fuertemente afectada por sorpresas de diversa índole, las que habían estresado la capacidad de adaptación de los agentes económicos. Asimismo, el clima político-legislativo se había crispado fuertemente. En estas circunstancias, agregó este Consejero, el costo de una decisión no esperada por parte del Banco Central podía ser contraproducente para los objetivos que se perseguían. Varios Consejeros señalaron que, si bien la decisión de aumentar 75pb podía sorprender al mercado, era totalmente coherente con un escenario donde la inflación y el crecimiento proyectado también eran mayores que lo que el promedio de los analistas suponía. Además, dicha opción tenía la ventaja de apoyar una comunicación más efectiva respecto de una trayectoria de tasa que era claramente superior a la que el mercado consideraba en ese momento.

4. Decisión de política monetaria

El Presidente señor Marcel, el Vicepresidente señor Vial y los Consejeros señor García, señor Naudon y señora Costa votaron por aumentar la TPM en 75pb, hasta 1,5%.

MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA AGOSTO 2021