

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

JULIO 2022





REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 291, celebrada el 12 y 13 de julio de 2022.

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, don Juan Pablo Araya Marco; el Gerente de División Política Monetaria, don Elías Albagli Iruretagoyena; la Gerente de División Mercados Financieros, doña Paulina Yazigi Salamanca; 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; el Gerente de Operaciones de Mercado, don Diego Gianelli Gómez; el Gerente de Gestión Estratégica del Negocio, don Juan Carlos Piantini Cardoso; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Juan Francisco Martínez Sepúlveda; 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

La inflación total había seguido aumentando, alcanzando 12,5% anual en junio, mientras que el componente subyacente había subido hasta 9,9% anual. Los datos de IPC de mayo y junio habían resultado prácticamente en línea con lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio. Las sorpresas fueron acotadas a productos específicos, mayormente volátiles, y concentradas en el ítem de transporte aéreo. Las presiones inflacionarias habían seguido reflejándose en las distintas líneas del componente subyacente de la canasta. Las presiones de costos se mantenían elevadas, con un creciente impacto de los costos laborales y con un tipo de cambio más depreciado. Las expectativas de costos de las empresas recogidas en el IMCE de junio se mantenían en torno a sus máximos históricos. Las expectativas de inflación contenidas en la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de julio y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a la Reunión de julio se habían ajustado al alza y seguían por sobre 3% a dos años plazo.



En mayo, el Imacec había anotado una variación anual de 6,4%, lo que incorporaba una caída de 0,9% mensual de su componente no minero en su serie desestacionalizada. Pese a la sorpresa positiva por el lado de la minería, la actividad del resto de los sectores había seguido retrocediendo a un ritmo gradual, coherente con lo anticipado en el IPoM de junio. De todos modos, destacaba nuevamente la mayor resiliencia de los sectores más ligados al consumo de los hogares, en especial los servicios. La evolución de los indicadores de demanda había estado en línea con lo proyectado y continuaba reflejando una notoria disparidad entre el desempeño del consumo privado y la inversión. Las confianzas de empresas (IMCE) y consumidores (IPEC) seguían en terreno pesimista.

En el mercado laboral (INE), la creación de empleo había continuado ralentizándose, resaltando la caída del empleo asalariado (formal e informal) y un repunte del por cuenta propia. La tasa de desempleo permanecía estable y cercana a sus promedios históricos, lo que se explicaba en parte por una inactividad que todavía era elevada. La demanda de trabajo seguía perdiendo impulso, como sugería el Índice de Avisos Laborales de Internet, que había vuelto a disminuir en el margen. Las expectativas de las empresas para el empleo habían continuado retrocediendo (IMCE). El crecimiento anual de los salarios reales seguía en valores negativos, afectado por el aumento de la inflación.

El mercado financiero nacional se había acoplado al deterioro de las condiciones financieras globales, en un contexto de elevada incertidumbre local. Desde la última Reunión, el IPSA había caído cerca de 5%, el premio por riesgo soberano (CDS) había aumentado y las tasas de interés nominales a 10 años (BTP-10) no mostraban mayor variación. El tipo de cambio se había depreciado con fuerza (poco más de +20% desde la última Reunión), con una alta volatilidad. Hasta ese momento, los mercados habían sido capaces de absorber los *shocks* de manera adecuada y la volatilidad en el mercado cambiario no se había trasladado a otros segmentos del sistema financiero, los que habían operado con niveles de liquidez adecuados.

Las colocaciones bancarias mantenían un dinamismo acotado en los diferentes segmentos, con condiciones de financiamiento que se percibían más restrictivas y una demanda por nuevos préstamos más baja, según la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre. Las tasas de interés de las colocaciones habían anotado alzas adicionales en la mayoría de las carteras.

Las expectativas del mercado para el valor máximo al que llegaría la TPM en el actual ciclo de alzas habían vuelto a aumentar. La EEE y la EOF la situaban en 10% para la Reunión de septiembre. Los precios de los activos financieros anticipaban un nivel más alto.

Escenario internacional

La inflación mundial había seguido aumentando y los bancos centrales habían continuado subiendo las tasas de referencia o señalizando un alza más rápida ante una persistencia inflacionaria mayor. En su reunión de junio, la Reserva Federal de EE.UU. había realizado un incremento sorpresivo de 75 puntos base (pb), además de anticipar que las alzas continuarían a futuro hasta que se lograra controlar la inflación. El Banco Central



Europeo había confirmado el fin de su programa de compras de activos y había comunicado que el inicio del ciclo de alzas de tasas comenzaría en julio. En este escenario, las condiciones financieras se habían estrechado a nivel global. La mayor aversión al riesgo había provocado retrocesos en las bolsas mundiales, mientras que el dólar se había apreciado fuertemente frente al resto de las monedas y las tasas de interés de largo plazo habían mostrado movimientos mixtos.

Desde la última Reunión, las perspectivas de mercado sobre el crecimiento mundial se habían deteriorado, acercándose a las contenidas en el IPoM de junio. En EE.UU. habían aumentado las preocupaciones en torno a una eventual recesión. El estrechamiento de las condiciones financieras había comenzado a afectar la inversión y las confianzas de los consumidores habían intensificado sus caídas, en un contexto en que la elevada inflación continuaba mermando los salarios reales. En la Eurozona, la mayor inflación seguía mostrando señales de estar extendiéndose de forma generalizada dentro de la canasta de consumo. La confianza de los consumidores y las expectativas de las empresas e inversionistas habían continuado empeorando, en medio de la prolongación de la invasión de Rusia a Ucrania. En China, la actividad había mostrado cierta recuperación luego de la reapertura de la economía, no obstante los fundamentos del consumo habían permanecido débiles y se mantenían presentes los riesgos asociados a la política de tolerancia cero frente al Covid-19. A pesar de que la actividad en América Latina había dado sorpresas positivas y que las perspectivas para 2022 no presentaban grandes cambios, hacia el 2023 el panorama lucía más desfavorable ante las peores condiciones financieras, el menor impulso externo, los bajos niveles de confianza y el continuo aumento de la inflación.

Los precios de las materias primas habían descendido más que lo esperado en el IPoM de junio, en parte importante por los temores respecto de una recesión mundial, la volatilidad financiera y la consecuente apreciación del dólar. Destacaba la caída de los precios de los alimentos, entre los que resaltó el trigo (-24% desde la última Reunión), lo que se explicaba también por perspectivas más favorables por el lado de la oferta. El precio del cobre había disminuido significativamente, ubicándose en torno a US\$3,3 la libra (algo más de -20% desde la última Reunión), pese a que sus inventarios seguían en niveles históricamente bajos. Si bien el precio del barril de petróleo se mantenía elevado, se había corregido a la baja hasta ubicarse en algo más de US\$100 al momento de la Reunión (-15% desde la última Reunión para el promedio WTI-Brent). No obstante, varios de los factores que habían impulsado las alzas de las materias primas seguían vigentes, entre ellos la invasión de Rusia a Ucrania y la estrechez presente en varios mercados, que mantenían presionados los precios especialmente de los alimentos y la energía. Todo lo anterior configuraba un escenario externo más deteriorado respecto de lo previsto en el IPoM de junio.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Se discutió acerca de la evolución del escenario internacional, resaltando la rapidez y magnitud de su deterioro. Se destacó la caída en el precio de los *commodities*, que no solo afectaba a aquellos más sensible al ciclo económico, como el cobre, sino que también a los alimentos y la energía, cuyas fuerzas de oferta habían sido determinantes en los últimos meses. Se añadían las menores perspectivas de crecimiento mundial y el estrechamiento de las condiciones financieras. Todos estos movimientos parecían ligarse al ciclo inflacionario



de EE.UU. y la reacción que debería tener la Reserva Federal, aunque no podían descartarse otros fenómenos negativos vinculados a la dinámica de la guerra y la incertidumbre sobre su impacto en Europa, que llevaran también a acentuar los riesgos hacia la baja en nuestro escenario internacional.

Se resaltó que, en circunstancias normales, donde la macro estuviera ordenada, sería natural evaluar su desarrollo reciente y las perspectivas de política monetaria ponderando en mayor medida sus efectos de mediano plazo que el impacto inflacionario de corto plazo. Esto era válido tanto para lo que estaba ocurriendo con la fuerte depreciación del peso como con la evolución del escenario externo. Se argumentó que, desgraciadamente, la economía chilena no se encontraba en una situación normal; muy por el contrario, seguía mostrando desajustes importantes: la brecha de actividad continuaba siendo elevada, la inflación estaba en niveles no vistos hace muchas décadas, y el déficit en cuenta corriente también mostraba valores muy significativos. Se agregó que, más allá de la activa respuesta que el Banco había tenido frente al fuerte brote inflacionario, era evidente que la inflación seguía alta y que sus *drivers* locales, en particular el consumo, no mostraban todavía signos claros de normalización, más allá de que la inversión mostraba una clara debilidad. Aún más, las expectativas de inflación a distintos plazos también se ubicaban marcadamente por encima de la meta de inflación, dando cuenta de una visión de mayor persistencia inflacionaria.

Se discutió acerca de los desarrollos que se estaban observando en el mercado cambiario, concordando en que se debía realizar una evaluación continua de la situación, pues se estaban observando cambios con una inusual rapidez. De hecho, en los últimos días se estaba acumulando un incremento significativo de la volatilidad cambiaria, lo que podría introducir una diferencia respecto de la evaluación hecha a comienzos de esa semana. Hubo coincidencia en que el Banco no tenía ninguna limitante para actuar en el mercado cambiario, pero que cualquier acción en esa materia debía ser analizada en su mérito, refiriéndose al funcionamiento de dicho mercado y sus eventuales repercusiones en otros segmentos del mercado financiero. Coherente con esto, hubo acuerdo en que, si bien existen vasos comunicantes, la decisión de política monetaria no tiene relación con un nivel determinado del tipo de cambio, sino que con la evaluación de las implicancias inflacionarias de los movimientos de la paridad.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

La información conocida desde la publicación del IPoM, en particular el efecto inflacionario de corto plazo de la fuerte depreciación del peso, indicaba que la variación anual del IPC sería mayor que la estimada en el IPoM pasado. En este contexto, solo para asegurar el mismo nivel de tasas de interés reales al considerado previamente, se requería un mayor nivel de tasa nominal en el horizonte en el cual las expectativas de inflación habían subido. Por otra parte, se estimaba que el deterioro de las condiciones financieras y la mayor incertidumbre del escenario macro tendrían un efecto negativo en la demanda a partir de los próximos trimestres. Si bien en esta Reunión no se disponía de proyecciones que permitieran evaluar la trayectoria de mediano plazo de la TPM coherente con estos desarrollos, todos los Consejeros concordaron en que los antecedentes recientes requerían mayores tasas en el corto plazo, especialmente al considerar la evolución de las expectativas de inflación.



Todos los Consejeros coincidieron en que los antecedentes expuestos apuntaban a que, para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política, era necesaria una trayectoria de TPM más alta que la estimada en el IPoM de junio. Concordante con ello, se analizaron tres opciones: (i) aumentar la TPM en 50pb; (ii) aumentarla en 75pb; (iii) aumentarla en 100pb.

Hubo coincidencia en que la opción de aumentar la TPM en 50pb no parecía coherente con el encuadre macro actual. Se indicó que una forma de considerar esta opción como válida sería suponer que el nuevo escenario tendría asociado una mayor contracción de la demanda cuyos efectos sobre los precios compensarían gran parte de la mayor inflación de corto plazo, lo que se veía poco probable. Un Consejero mencionó que esta opción también podría tener validez si se ponderaba el efecto menos negativo que tendría sobre una inversión que ya caía con fuerza. Varios Consejeros descartaron esta opción. Un Consejero señaló que, dada la evolución del escenario macro, esta opción no era coherente con la trayectoria de política monetaria que se requería para lograr la convergencia de la inflación a 3% en dos años. Varios Consejeros añadieron que un alza de esta magnitud se encontraba por debajo de lo esperado en los precios de mercado, lo que podría aumentar la volatilidad cambiaria y, eventualmente, causar problemas en otros segmentos del mercado financiero.

Todos los Consejeros estuvieron de acuerdo en que las opciones de 75 y 100pb tenían la virtud de acercar la TPM a un nivel que lucía más congruente con la política monetaria necesaria para lograr la convergencia de la inflación a la meta en dos años.

A juicio del Consejo, optar por una u otra debía considerar aspectos contrapuestos, como los riesgos asociados a las mayores presiones inflacionarias o las fuerzas contractivas de mediano plazo. Hubo consenso en que más allá de esta evaluación, era bastante probable que el proceso de aumento de la TPM debería continuar y que un alza de 75pb dejaba más espacio para la evaluación que se realizaría en el IPoM de septiembre.

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 aumentar la TPM en 75pb, hasta 9,75%.

