

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2022





REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 292, celebrada el 6 de septiembre 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.

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; la Gerente de Estudios Económicos, doña Sofía Bauducco; el Gerente de Operaciones de Mercado Interino, don Felipe Musa Silva; el Gerente de Comunicaciones, don Felipe Lozano Rafalowski; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Andrés Sansone Alvo; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

La inflación mundial había seguido aumentando, dando señales de mayor persistencia. Los bancos centrales habían continuado elevando sus tasas de referencia, destacando los casos del Banco Central Europeo —que había iniciado su proceso de normalización monetaria durante julio— y el de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), que había asumido una postura más contractiva para controlar la inflación.

Las perspectivas de crecimiento global se habían deteriorado en medio de condiciones que se mantenían desfavorables, especialmente para las economías emergentes. El escenario central del Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre consideraba que los socios comerciales tendrían un crecimiento promedio de 2,6% en 2022 y 2023, por debajo de lo previsto en el Informe anterior.

Los mercados financieros globales habían seguido mostrando una elevada volatilidad, principalmente por la incertidumbre respecto de la trayectoria de política monetaria de la Fed y sus impactos. Las tasas de interés de largo plazo, en general, habían aumentado en las últimas semanas y el dólar había seguido apreciándose a nivel global. Los precios de las materias primas mostraban retrocesos en las últimas semanas, lo mismo que los precios de los alimentos.



En el plano interno, desde el anuncio de intervención del Banco Central las tensiones en el mercado cambiario habían disminuido. La volatilidad había descendido y el tipo de cambio se había apreciado. El crédito continuaba con un débil dinamismo, en un contexto en que bancos y empresas consideraban que las condiciones financieras eran restrictivas.

La actividad y la demanda seguían en su proceso de ajuste tras los fuertes desequilibrios acumulados en 2021, observándose en los datos del segundo trimestre caídas tanto en la inversión como en el consumo. El mercado laboral estaba perdiendo fuerza, exhibiendo una baja creación de empleo y un descenso en las vacantes. La tasa de desempleo no mostraba mayores cambios, mientras que la variación anual de los salarios reales persistía en niveles negativos. Los indicadores de confianza de los consumidores y de las empresas continuaban en terreno pesimista.

La inflación total había vuelto a aumentar, llegando a 13,1% anual en julio, mientras que la inflación subyacente —IPC sin volátiles— subía a 10% anual en ese mes. Las expectativas de inflación de las encuestas —EEE y EOF— se ajustaban al alza a dos años plazo.

La elevada inflación estaba provocando efectos relevantes en los ingresos y en las expectativas de los diferentes agentes económicos. Las proyecciones contenidas en el IPoM de septiembre revisaban al alza la inflación proyectada para fines de 2022 y todo 2023, estimando que para comienzos de 2024 volvería a valores más cercanos a la meta de 3%.

La reducción de la inflación desde sus altos niveles actuales a 3% se basaba en que la economía seguiría ajustando los desequilibrios acumulados en 2021, lo que consideraba una disminución de la actividad y de la demanda por varios trimestres.

El objetivo del Banco Central era lograr que la convergencia de la inflación se diera con un ajuste en materia de actividad económica que fuera breve, ordenado y lo menos costoso posible. Para que esto ocurriera, era clave que el proceso inflacionario no se hiciera más persistente. Los riesgos al alza para la inflación seguían siendo elevados, en particular porque, en un escenario de alta inflación, la persistencia inflacionaria podía aumentar.

En el IPoM de septiembre se incluyeron los detalles del escenario central, sensibilidades, riesgos y evolución futura de la TPM que sirvieron de base para la discusión en esta Reunión.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Se discutió acerca de la evolución del escenario internacional, destacándose el aumento de la inflación a nivel global, los desafíos que ello implicaba y, especialmente, el endurecimiento de la política monetaria en los países desarrollados. Si bien este cambio parecía del todo adecuado, era indudable que representaba un



desafío para la economía chilena. Por lo pronto, implicaría un menor impulso externo, tanto por su efecto en la actividad global como por sus impactos negativos en el precio de las materias primas y el estrechamiento de las condiciones financieras. Se sumaba que los riesgos del escenario externo eran elevados y no podían descartarse ajustes más severos de las tasas de interés en el mundo desarrollado, los que de concretarse deteriorarían aún más el impulso externo relevante para Chile.

A nivel local, se resaltó que la actividad mostraba un ajuste en línea con lo esperado y que el escenario central del IPoM de septiembre proyectaba que la economía tendría tasas de variación negativas por varios trimestres. Se recordó que era importante no perder de vista que esta reducción de la actividad, que se debía traducir en una brecha de actividad negativa, era una condición indispensable para la convergencia de la inflación a la meta. Respecto del mercado laboral, se destacó que, si bien se observaba un estancamiento en la creación de empleos y salarios reales contenidos, no era evidente cuánto de esta evolución decía relación con el ciclo económico y cuánto con aspectos estructurales. Por lo mismo, no se contaba con información concluyente que permitiera emitir un juicio de un potencial inicio de un ajuste de ciclo en el mercado laboral.

En cuanto a la inflación, se destacó que, si bien su componente subyacente había estado en línea con lo previsto, el componente volátil había sorprendido fuertemente, ubicando a la inflación total por sobre el 13% anual. Se agregó que, normalmente, el Consejo podría haber reaccionado con poca intensidad a una sorpresa de este tipo, especialmente en un contexto en que las expectativas de demanda y actividad de mediano plazo se habían ido deteriorando. Sin embargo, en las actuales circunstancias, marcadas por inflaciones muy por sobre la meta de 3%, con sorpresas al alza por varios meses y donde todo indicaba que la inflación se había ido tornando más persistente, era muy difícil que el Banco no respondiera con fuerza a estas noticias. El Consejo estimaba que estos impactos no debían ser minimizados y, por ello, los había ido incorporando en sus proyecciones, en su comunicación y en sus decisiones desde hace varios trimestres.

Se comentó acerca de las implicancias del resultado del plebiscito constitucional, resaltando que, si bien este era un hito importante del proceso, el camino hacia una nueva institucionalidad era largo y no estaría exento de desafíos. En ese sentido, era de esperar que los niveles de incertidumbre se acotarían, pero seguirían siendo relativamente elevados. Por lo mismo, era necesario que el Banco siguiera muy atento a la evolución del proceso y sus impactos en los mercados.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros concordaron en que existían riesgos muy importantes para la dinámica inflacionaria futura. Especialmente relevantes eran los impactos que estaban teniendo en la persistencia inflacionaria los elevados niveles que había alcanzado la inflación, el tiempo por el que se estaba extendiendo este fenómeno y el empeoramiento de los indicadores de expectativas inflacionarias. Sobre esto último, se destacó el alza que habían tenido las distintas medidas de inflación esperada a dos años plazo, que se sumaba a antecedentes que mostraban que las empresas habían aumentado la frecuencia de ajuste de sus precios en los últimos trimestres.



En este contexto de mayor persistencia inflacionaria, todos los Consejeros concordaron en que se requería una política monetaria más contractiva —en términos nominales y reales— que la anticipada en el IPoM de junio. Parte de este ajuste ya se había comenzado a realizar en la Reunión de julio y debía continuar en esta Reunión. El escenario central del IPoM de septiembre consideraba que la TPM llegaría a un nivel máximo en torno a 10,75%, por lo que la evaluación de las distintas opciones debía tener presente la rapidez con que se quería llegar a ese nivel, la necesidad de reforzar la preocupación del Consejo por la dinámica inflacionaria y la opción de realizar un ajuste relevante que diera más posibilidades a una pausa futura. El Consejo evaluó las opciones de aumentar la tasa en: (i) 75 puntos base (pb); (ii) 100pb; y (iii) 125pb.

Algunos Consejeros consideraron que la opción de 75pb era plausible, pues se encontraba dentro del rango superior de las expectativas de mercado y se evaluaba en un contexto en que la política monetaria ya había realizado un ajuste muy significativo y la actividad y la demanda estaban mostrando la debilidad esperada, como lo evidenciaban la evolución del consumo, la inversión y los salarios reales. Se agregaba el deterioro de las perspectivas, en particular por el empeoramiento del escenario externo. Un Consejero mencionó que esta opción era plausible solo si se le consideraba como parte de un ajuste monetario que debía continuar más adelante. Algunos Consejeros plantearon que esta opción era menos eficiente si lo que se intentaba era señalar con claridad la preocupación por la evolución de la dinámica inflacionaria y de las expectativas.

Respecto de la opción de aumentar la TPM en 100pb, varios Consejeros resaltaron que tenía el valor de ser una decisión coherente con el escenario central y más fácil de comunicar, pues no requería que el Consejo se comprometiera a dar un cierre al proceso de alzas. Algunos Consejeros indicaron que el mensaje de cerrarse en condiciones inciertas parecía demasiado riesgoso en un escenario tan complejo como el actual, con muchas noticias en desarrollo. Por lo mismo, una opción como esta era coherente con la idea de evaluar la evolución de las variables económicas durante algunos meses y luego realizar ajustes si era necesario.

Varios Consejeros consideraron que la opción de aumentar la TPM en 125pb podría entenderse como más coherente con la evaluación de riesgos en materia de dinámica inflacionaria, al mismo tiempo que señalizaba de manera más clara la preocupación por la persistencia de la desviación de las expectativas de inflación a dos años del 3%, la preocupación por un cambio de la dinámica de ajustes de precios por parte de las empresas y la clara necesidad de que la economía se ajustara en materia de actividad económica. Algunos Consejeros mencionaron que esta opción tenía como desventaja que suponía una sorpresa mayor para el mercado y que el mensaje de cierre del ciclo de alzas debía hacerse con mayor fuerza.

Todos los Consejeros concordaron en que la resolución del problema inflacionario requería necesariamente de una reducción de la actividad —tal como se expresaba en las proyecciones del IPoM de septiembre—, lo que era costoso para la economía, pero necesario para bajar la inflación. Hubo acuerdo en que la TPM se mantendría en niveles elevados hasta que hubiese clara evidencia de la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política de dos años. De hecho, se recalcó que la mayor preocupación del Consejo era que se produjera un escenario en que el fenómeno inflacionario se volviera mucho más persistente. Dados los niveles de inflación y expectativas a dos años por sobre 3%, la concreción de este riesgo haría necesarios niveles de restrictividad monetaria significativamente mayores, aumentando fuertemente el costo de devolver la inflación a la meta.



4. Decisión de política monetaria

La Presidenta señora Costa y los Consejeros señor Naudon y señor Céspedes votaron por aumentar la TPM en 100pb, hasta 10,75%. El Vicepresidente señor García votó por aumentar la TPM en 125pb. La Consejera señora Novy votó por aumentar la TPM en 75pb.

