

# REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2022





# REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 287, celebrada el 25 y 26 de enero de 2022.**

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

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 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 Martín; 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; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

## 1. Antecedentes

---

### Escenario nacional

La inflación subió hasta 7,2% anual en diciembre, por sobre lo previsto por el mercado y lo planteado en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). El incremento de los precios fue generalizado entre los distintos ítems de la canasta del IPC. Destacó nuevamente el aumento del componente subyacente (IPC sin volátiles), que alcanzó a 5,2% anual. En esto último se combinó el alza tanto en la parte de bienes —que superó lo esperado— como de servicios, sobre todo al excluir los precios indexados y las tarifas administradas. En el componente volátil, que igualmente sorprendió al alza, seguía resaltando la contribución de los combustibles y de algunos ítems puntuales, como paquete turístico. Estos desarrollos se dieron en medio de presiones de costos que permanecían elevadas, como refrendaba la información preliminar del Informe de Percepciones de Negocios (IPN) de febrero 2022, donde la persistencia de los problemas de abastecimiento y disponibilidad de productos fueron ampliamente mencionados por las firmas consultadas y habían continuado presionando los márgenes, en un contexto en que la demanda se mantenía alta. Las expectativas privadas de inflación permanecían sobre 3% a dos años plazo.

Los indicadores de actividad y demanda agregada llevaban a estimar que el crecimiento del PIB se ubicaría en la parte superior del rango de proyección para el 2021 del IPoM de diciembre. El Imacec de noviembre había aumentado 14,3% anual (0,3% mensual desestacionalizado). Destacaba el aporte de los rubros



de servicios, con un crecimiento anual de 20%, impulsado especialmente por los servicios personales, reflejo de la consolidación de menores restricciones sanitarias y el empuje de los recursos remanentes de las medidas de apoyo a los hogares. Aunque en menor medida, también resaltaba el comercio (+16,7% anual en noviembre). Las ventas minoristas del comercio (INE) mantenían un alto dinamismo, lo mismo que las importaciones de bienes de consumo, dando cuenta del fuerte impulso de esa parte del gasto, en especial del componente durable. La confianza de los consumidores (IPEC) seguía en terreno pesimista, aunque con cierto repunte en el margen. En la inversión, resaltaba el buen desempeño de las internaciones de bienes de capital, que sugería un comportamiento favorable del componente de maquinaria y equipos. Esto contrastaba con el panorama para construcción y obras, donde varios indicadores, como el Imacec o el IMCE sectoriales, mostraban deterioros en sus registros más recientes.

El grueso de las firmas consultadas en el IPN señalaba que el desempeño de sus negocios había permanecido estable o se había reducido levemente en el último tiempo, en un contexto de una demanda que continuaba robusta y que en algunos negocios había finalizado el 2021 en nuevos máximos. Una excepción era el sector construcción, donde varios indicaban un panorama algo más sombrío, coincidiendo con las mayores restricciones crediticias. Si bien menor que a fines del año pasado, la vigencia de un elevado grado de incertidumbre político-legislativa a nivel local mantenía presentes ciertas dudas respecto de las inversiones o de los resultados de las empresas en lo venidero. Con todo, en general, se esperaba que el desempeño no tuviera grandes cambios.

El mercado laboral seguía recuperándose gradualmente, con una oferta de trabajo todavía contenida por parte de los hogares y una alta demanda de las empresas. Según datos del INE, en el trimestre móvil terminado en noviembre, el número de ocupados había aumentado en 102 mil personas (+8,1% anual), destacando el avance en las categorías de cuenta propia y asalariados formales. Con todo, el empleo total a nivel nacional todavía permanecía por debajo de los niveles prepandemia. Si bien ciertos elementos volvían a señalar mejoras por el lado de la oferta laboral, como el aumento de la tasa de participación, aún era evidente su descalce respecto de la demanda. Esto había seguido incidiendo al alza en el crecimiento de los salarios, en especial en los cargos que requerían menos calificación. Las opiniones recogidas en el IPN confirmaban este panorama. Una de las principales preocupaciones era la dificultad para cubrir vacantes. Ello había promovido, en muchos casos, el pago de mayores sueldos a las nuevas contrataciones, mientras otros se estaban acomodando para operar con menos dotación de manera más permanente.

La evolución del mercado financiero local había estado marcada por factores externos e internos, predominando estos últimos, posiblemente relacionados con una menor incertidumbre local. Desde la Reunión previa, la bolsa había mostrado un avance de 5% y el riesgo país (CDS) había retrocedido del orden de 10 puntos base (pb). El peso se había apreciado cerca de 5%, con una volatilidad más acotada. Las tasas de interés de largo plazo nominales, aunque con vaivenes, se ubicaban en niveles similares. Estas mantenían un diferencial relevante comparadas con sus pares externos. En particular, el rendimiento de los bonos a 10 años plazo superaba en alrededor de 390pb a su contraparte de EE.UU., versus 160pb en la partida del 2021. Esta discrepancia estaba en línea con niveles de incertidumbre en el ámbito nacional que seguían siendo altos en perspectiva histórica. Las tasas de interés de renta fija para los plazos más cortos habían subido, en respuesta a la mayor inflación efectiva y al incremento de las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM). En el mercado de bonos corporativos, tanto del sector financiero como del resto de empresas, se observaba un número menor de operaciones y montos transados, con *spreads* sin mayor variación.



La actividad crediticia de la banca local conservaba un bajo dinamismo en la generalidad de las carteras. A diciembre, en términos reales, el crecimiento anual de las colocaciones de consumo permanecía en terreno negativo (-6,7%) —si bien había seguido repuntando—, el de las hipotecarias no había tenido grandes cambios (5,9%) y el de las comerciales había retornado a valores positivos (2%). Este débil comportamiento del crédito estaba influido sobre todo por elementos de demanda. Así daba cuenta la información preliminar del IPN de febrero, en un escenario en que además las condiciones de financiamiento eran consideradas por un grupo importante de los entrevistados como más estrictas. De igual manera, la Encuesta de Crédito Bancario del cuarto trimestre había reportado condiciones de oferta y de demanda más restrictivas que en el trimestre anterior en la mayoría de las carteras, con especial énfasis en las hipotecarias y del sector inmobiliario. Por otro lado, las tasas de interés se habían incrementado para todos los segmentos de crédito, pero principalmente en el de consumo. En esa misma categoría se observaba una incipiente alza de la morosidad, que en todo caso seguía contenida en el sistema en su conjunto.

Las expectativas para el nivel que alcanzaría la TPM este año se habían corregido al alza. La Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) la llevaban hasta 6 y 6,5%, respectivamente, mientras que los precios de los activos financieros anticipaban un nivel algo superior. Con ello, todas estas mediciones se ubicaban en torno al límite superior del corredor de tasa del IPoM de diciembre.

## **Escenario internacional**

La economía mundial había perdido algo de dinamismo, pero las perspectivas para el año no tenían grandes cambios. El alza de contagios de Covid-19 había sido significativa en muchos países, lo que llevó a que algunos alcanzaran nuevos récords. Si bien la movilidad se había visto afectada, los impactos en materia de actividad lucían bastante acotados, principalmente en los países con altas tasas de vacunación con dosis de refuerzo. Sin embargo, la situación había sido algo más compleja en China, toda vez que los rezagos en la aplicación de dicha dosis, así como la política de Covid-cero, habían fomentado restricciones más duras. Estas planteaban mayores riesgos sobre el desarrollo de su actividad y los potenciales efectos en la persistencia de los cuellos de botella alrededor del mundo. Estos últimos habían seguido presionando las cadenas de suministro, lo que afianzaba la visión de que sus alcances serían más duraderos que lo previsto anteriormente.

La inflación global había continuado acelerándose, destacando los aumentos en EE.UU. y países latinoamericanos. En el primero, los datos más recientes habían vuelto a sorprender, con registros récord que daban cuenta de un carácter generalizado y persistente de la mayor inflación. Ello había incidido en un aumento de las expectativas inflacionarias a diferentes plazos, a lo cual se agregaban preocupaciones sobre las presiones de costos salariales ante un mercado laboral que seguía estrecho. En América Latina, la inflación también había aumentado con fuerza, impulsada por el alza de los precios de los alimentos y de la energía. El valor del barril de petróleo había mostrado incrementos importantes, ubicándose en torno a US\$85 (+19% desde la última Reunión, para el promedio WTI-Brent). Esta alza tenía relación con el bajo impacto de la variante Ómicron en la demanda de crudo mundial y la vigencia de algunas restricciones de oferta en este mercado. El aumento de las tensiones geopolíticas, en particular en Europa, incrementaba el riesgo de mayores alzas de los precios de la energía. El precio del cobre se ubicaba en torno a US\$4,5 la libra, en medio de expectativas de demanda favorables e inventarios en bolsa que seguían bajos en perspectiva histórica.



En virtud de lo anterior, varios bancos centrales habían intensificado el giro hacia el retiro de los estímulos monetarios. La Reserva Federal de EE.UU. había empezado a señalar la necesidad de acelerar este proceso ante la mayor persistencia de la inflación, mientras que el Banco de Inglaterra había sorprendido con un alza de la tasa de instancia. El Banco Central Europeo era uno de los pocos que todavía no adoptaba esta postura más contractiva. Con un mayor grado de volatilidad, los mercados financieros daban cuenta de un aumento transversal de las tasas de interés de largo plazo, de la apreciación de un número importante de monedas respecto del dólar y de caídas de las plazas bursátiles, particularmente en desarrollados.

## 2. Análisis y discusión de los antecedentes

---

Los datos conocidos desde la publicación del IPoM de diciembre apuntaban hacia presiones inflacionarias algo mayores que las previstas. La inflación efectiva había sido algo mayor que lo anticipado y no se esperaba que dicha sorpresa desapareciera con rapidez. De hecho, la dinámica mensual de la inflación mostraba que en los últimos seis meses se había ubicado en cifras por sobre los patrones históricos de manera relevante. Además, para los seis meses siguientes no se esperaba una desaceleración muy significativa, especialmente en el componente subyacente. En cuanto a la actividad, el crecimiento del PIB se habría ubicado en la parte alta del rango estimado para el 2021. De este modo, la inercia inflacionaria, una brecha que seguía siendo positiva, un tipo de cambio real depreciado y las importantes presiones de costos externos continuaban ejerciendo presiones al alza en la inflación.

En cuanto a los mercados financieros, el tipo de cambio había bajado en las últimas semanas, pero su trayectoria esperada no se percibía muy diferente de la prevista en el IPoM. En esto último concurría una serie de factores. Por una parte, era indudable que los mercados habían tomado bien la evolución del escenario político reciente, pero, por otra, los elementos más fundamentales que habían mantenido una elevada incertidumbre seguían presentes, a lo que se sumaba una creciente tensión en el ámbito externo.

## 3. Análisis de las opciones de política monetaria

---

El Consejo concordó en que los riesgos para la evolución de la inflación seguían siendo significativos y en que su eventual concreción se tornaba especialmente relevante en un contexto en que tanto la variación anual del IPC como sus perspectivas ya eran elevadas.

Hubo consenso en que la relevancia del argumento de manejo de riesgos en la decisión de tasa se había intensificado en lo más reciente. De hecho, tanto la actividad como la inflación eran algo mayores que lo previsto en diciembre, al mismo tiempo que las presiones inflacionarias derivadas del escenario externo habían aumentado. Considerado todo lo anterior, los Consejeros coincidieron en que parecía razonable seguir, en el corto plazo, un camino de política monetaria en torno al borde superior del corredor de tasa del último IPoM. En este contexto, el Consejo evaluó las opciones de aumentar la TPM en: (i) 125pb, (ii) 150pb y (iii) 175pb.



Todos los Consejeros coincidieron en que la opción de aumentar la TPM en 150pb era la que mejor se hacía cargo de la mayor intensidad de los riesgos que afectaban a la inflación. Un Consejero indicó que, si bien un alza de esta magnitud sorprendería marginalmente a los mercados, tenía la ventaja de hacerse cargo del hecho que la inflación había sido mayor que lo previsto, de que persistían los desequilibrios macroeconómicos que estaban en la base de la mayor inflación y, también, de que las expectativas de inflación a dos años estaban por encima de 3%. Otro Consejero agregó que si se otorgaba mayor peso al manejo de riesgos y a la asimetría de sus costos, la opción de 150pb era la más apropiada, pues señalaba con más decisión la idea de ir más rápido en el alza de la TPM y ubicarse en torno al borde superior del corredor de tasa.

Todos los Consejeros concordaron en que un alza de 125pb era una opción válida. De hecho, también era coherente con ubicarse en la parte alta del corredor de tasa y daba continuidad en el proceso de alza de la TPM que se había efectuado en meses previos. No obstante, tenía como contrapunto que nuevas sorpresas en inflación, o en la evolución de los fundamentos de la inflación, podrían obligar a acelerar aún más las alzas en Reuniones venideras.

Por último, todos los Consejeros estuvieron de acuerdo en que la opción de 175pb no parecía adecuada en esta oportunidad. Un Consejero señaló que una decisión como esta podría provocar confusión y, en su opinión, las diferencias actuales entre las expectativas y las proyecciones no justificaban generar una sorpresa de esa magnitud.

## 4. Decisión de política monetaria

---

El Vicepresidente señor Vial y los Consejeros señor García, señor Naudon y señora Costa votaron por aumentar la TPM en 150pb, hasta 5,5%.

