

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

JUNIO 2022





REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 290, celebrada el 7 de junio 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; la Gerente de División Riesgo Corporativo Subrogante, doña María Jesús Orellana Ahumada; 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 Asesor del Ministro de Hacienda, don Andrés Sansone Alvo; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

La inflación en Chile había seguido escalando, alcanzado su máximo nivel de las últimas décadas. El principal factor tras el alza de la inflación continuaba siendo el significativo aumento de la demanda durante 2021. No obstante, en los últimos meses se había profundizado el impacto de las altas presiones de costos globales, consecuencia de los mayores precios de las materias primas, la energía y los alimentos. Todo esto en un contexto en que se habían mantenido las dificultades en las cadenas de distribución global, el peso permanecía depreciado y la brecha de actividad seguía siendo positiva.

Las perspectivas de inflación de corto plazo aumentaban de forma importante, respondiendo a esta suma de factores. En línea con lo anticipado, la actividad había comenzado a ajustarse en el primer trimestre, aunque con una composición de la demanda donde el consumo privado continuaba siendo elevado, mientras que la inversión se debilitaba.

A mediano plazo, la reevaluación del escenario macroeconómico hacía prever que el *shock* de precios de materias primas y alimentos sería más persistente que lo previsto, lo que tenía implicancias para la inflación. En todo caso, la resolución de los desequilibrios macroeconómicos se mantenía como el elemento central para que la inflación convergiera a 3% en un plazo de dos años. Este proceso se produciría en parte importante por el ajuste del consumo privado y la inversión, en un contexto donde se mantenía la visión de una contracción relevante del gasto fiscal. Con todo, el alto nivel de inflación y la mayor persistencia asociada a sus principales determinantes requerían de una política monetaria más contractiva para lograr dicha convergencia.



Los riesgos del escenario macroeconómico seguían siendo elevados, en particular por el nivel que había alcanzado la inflación y su mayor persistencia.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

En términos generales, las noticias conocidas en las últimas semanas tendían a confirmar la visión del escenario macroeconómico adoptada en la Reunión de mayo, incluida la modificación para la trayectoria de la tasa de política monetaria (TPM) que se adelantó en ese momento. Por un lado, se destacó que la inflación se había ubicado claramente por sobre lo previsto en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). Por otro lado, si bien se confirmaba una caída moderada en la actividad y más significativa en la inversión, el consumo privado se mantenía dinámico de la mano de un mayor uso de la liquidez de los hogares, retrasando su ajuste relativo a proyecciones previas.

Se discutió que los antecedentes conformaban un escenario de presiones inflacionarias mayores y más persistentes, lo que hacía necesario una política monetaria más restrictiva que lo previsto en el IPoM de marzo. Se resaltó que, si bien la sorpresa de inflación de los últimos meses tenía un claro foco en los precios de los alimentos y no tanto en la parte subyacente, ello no implicaba que la política monetaria debía ser neutra o no tomar acción al respecto. En cambio, lo que correspondía era evaluar si esos *shocks* afectaban la persistencia de la dinámica inflacionaria en el horizonte de política. Si lo hacían, debía haber una respuesta de política monetaria. Se añadió que era importante recordar que la ventaja del esquema de metas de inflación era que al establecer un horizonte de dos años se evitaba reaccionar a *shocks* que tenían un efecto transitorio en la dinámica inflacionaria, y que no afectaban el logro de la meta. Sin embargo, si estos *shocks* tenían efectos más permanentes, independiente de su origen, la política monetaria debía reaccionar, pues de otro modo ponía en riesgo el objetivo inflacionario. Se recordó que la conducción de la política monetaria no solo descansaba en el análisis de la inflación, sino que también tenía un componente de crecimiento de la actividad económica. Pero para que este mecanismo operara era necesario mantener la credibilidad de la política monetaria.

Se recordó que las perspectivas de actividad económica apuntaban a un debilitamiento significativo en lo venidero. Hubo consenso en la relevancia de precisar que este debilitamiento no era una “externalidad” del proceso de alza de tasas, sino que era un elemento fundamental para lograr la convergencia de la inflación a la meta de 3%. Se recordó que tras los significativos impulsos al gasto que se adoptaron en 2021, la economía había alcanzado niveles de actividad no sostenibles desde una perspectiva de mediano plazo. Deshacer ese desequilibrio significaba que habría cifras negativas en términos de variación de la actividad. Se añadió que era importante tener esto presente, pues resolver los desequilibrios era una condición necesaria para que la economía creciera de manera sana, generara empleo y aumentaran los salarios reales.

En lo externo, se resaltó que el problema inflacionario global iba tomando cada vez más relevancia. Llamaba la atención que los bancos centrales de las principales economías seguían reaccionando de forma más bien cautelosa, lo que generaba el riesgo de correcciones mayores que las ya observadas en las condiciones financieras globales si es que terminaba siendo necesario un cambio más abrupto y marcado de la política monetaria de



esas economías. La mayor probabilidad de este último escenario provocaba que siguiera aumentando el riesgo de una recesión en las principales economías. Esto colocaba mayor presión sobre las condiciones financieras para las economías emergentes, incluyendo el valor de sus monedas, lo que a mediano plazo iba a ser un lastre adicional para el crecimiento.

Se discutió que, en este contexto, la economía enfrentaba un escenario particularmente complejo y donde los riesgos eran muy relevantes. El primero era que, dado el nivel al que estaba llegando la inflación, se produjera una mayor persistencia de esta, lo que tendría impactos en múltiples dimensiones: expectativas de inflación por sobre la meta; ajustes de precios más frecuentes por parte de las empresas y, por lo tanto, ajuste de márgenes más frecuentes; y un mayor traspaso del tipo de cambio a los precios locales. Se mencionó que un factor clave para evitar los efectos negativos de esta mayor persistencia y asegurar el logro de la meta de inflación de 3% en un plazo de dos años era la credibilidad de la política monetaria. Al respecto, se señaló que la política monetaria solo podría cumplir su rol contracíclico, aliviando los costos en materia de actividad económica, empleo y salarios, si lograba mantener su credibilidad y las expectativas alineadas con la meta. Un escenario como este también era necesario para mitigar los impactos de una eventual crisis de liquidez global, riesgo que era relevante dado como estaba avanzando la situación inflacionaria global y la reacción que habían tenido hasta ahora los principales bancos centrales. Por último, se mencionó que existía el riesgo de que se materializara una desaceleración de la economía mayor que la prevista, con efectos negativos e indeseables sobre la inversión y el empleo. En ese escenario, se indicó que el Banco contaría con espacio suficiente para reducir la TPM y generar un estímulo monetario importante. Ello se explicaba porque en esa situación la inflación caería gradualmente, y una baja relativamente rápida de la TPM permitiría generar tasas reales negativas con prontitud.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

El Consejo concordó en que el marco de política monetaria había estado particularmente tensionado en el último año. La magnitud de los *shocks* de demanda y de oferta agregada no tenían precedente ni en su tamaño ni en su sincronización. Además, sus implicancias de corto y mediano plazo también eran diversas y buena parte del análisis apuntaba a evaluar esos distintos *trade-offs*. Se sumaba que todo esto ocurría en un contexto local donde existía una tensión financiera relativamente significativa, junto con un ambiente de incertidumbre y volatilidad.

El Consejo recordó que el proceso de normalización monetaria se había iniciado hace casi un año, con lo que ya se había efectuado una buena parte del ajuste que se estimaba necesario para resolver los desequilibrios macroeconómicos. En concordancia, estimó que, dados los antecedentes contenidos en el IPoM de junio, la TPM ya se ubicaba cerca de su nivel terminal en este ciclo y consideró relevantes dos opciones: (i) aumentar la TPM en 75 puntos base (pb); (ii) aumentar la TPM en 100pb.



Todos los Consejeros concordaron en que, dado que la TPM se acercaba a su nivel de llegada, las consideraciones tácticas tomaban mayor protagonismo a la hora de evaluar las opciones de política monetaria. En este escenario, hubo acuerdo en que la opción de 75pb lograba un buen balance entre distintas consideraciones. Por una parte, era coherente con la trayectoria que se juzgaba necesaria para la convergencia de la inflación en el escenario central del IPoM y, al mismo tiempo, dejaba espacio para alzas adicionales de menor magnitud que pudieran ser calibradas con la información de los próximos meses. Por otra parte, era una opción ampliamente esperada por el mercado, cuyas expectativas de tasas eran muy cercanas a la parte central del corredor de la TPM del IPoM de junio. En cuanto a la opción de 100pb, si bien se podría justificar como una señal de mayor preocupación ante los escenarios de riesgo que se enfrentaban, tenía como contrapartida que daba menor flexibilidad futura. En particular, porque para hacerla coherente con la idea que la TPM se acercaba a un nivel terminal, sería necesario acompañarla de un sesgo claramente neutral, lo que se estimaba no era posible de hacer aún.

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%.



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA JUNIO 2022