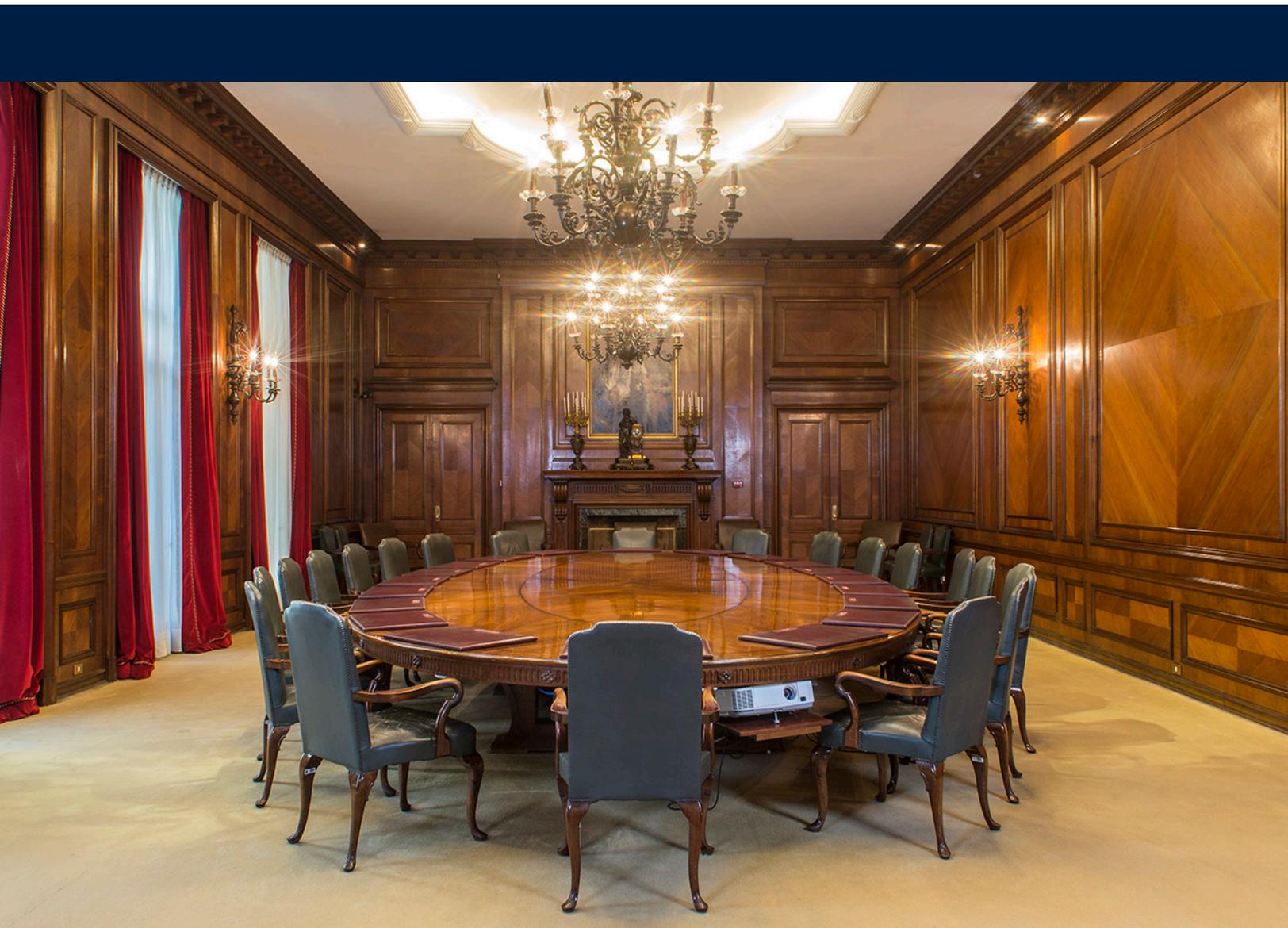


REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

DICIEMBRE 2021





REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 286, celebrada el 14 de diciembre 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.

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 Operaciones de Mercado, don Diego Gianelli Gómez; el Gerente de Comunicaciones, don Felipe Lozano Rafalowski; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Felipe Guzmán Campos; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

Desde el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, la economía se había mantenido en una senda de fuerte expansión liderada por el consumo privado. El crecimiento del 2021 superaba lo previsto, cerrando el año con niveles de actividad significativamente superiores a los previos a la crisis, así como a su potencial estimado.

La inflación había seguido aumentando, ubicándose por sobre 6,5% anual, explicada fundamentalmente por la extraordinaria expansión de la demanda interna y la depreciación del peso causada por factores locales. Estos elementos se habían agregado a fenómenos globales, como el aumento de la demanda mundial, las disrupciones en las cadenas de valor internacional de bienes a causa de la pandemia y las alzas de los precios de las materias primas.



La mayor inflación se había prolongado lo suficiente como para arriesgar efectos de segunda vuelta a través de la indexación de contratos e incrementos salariales. Los costos de la inflación sobre la economía ya eran visibles, y se habían transformado en una de las principales preocupaciones económicas de hogares y empresas.

La contención de las presiones inflacionarias requeriría el retiro de las medidas de estímulo a la demanda interna desplegadas durante la crisis. Por el lado fiscal, esto suponía que el gasto público se ajustaría al presupuesto aprobado para el 2022 y las proyecciones de mediano plazo contenidas en el Informe de Finanzas Públicas, iniciando una senda de convergencia hacia niveles de deuda sostenibles en el mediano plazo. Por el lado monetario, las proyecciones del escenario central del IPoM de diciembre indicaban que la TPM debería seguir aumentando en el corto plazo, para ubicarse por sobre su valor neutral nominal —aquel coherente con la meta de inflación de 3%— durante gran parte del horizonte de política monetaria. En el escenario central, este ajuste de las políticas fiscal y monetaria contribuiría a que la brecha de actividad se cerrara gradualmente, colaborando a que la dinámica inflacionaria reciente no tuviera un impacto persistente sobre el proceso de formación de precios.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

En el escenario interno, se indicó que la sorpresa más relevante del último tiempo había sido un dinamismo del consumo privado que superaba las ya elevadas proyecciones hechas en septiembre. Unido a la mayor fortaleza de la inversión en los últimos meses, se observaba un crecimiento de la demanda interna claramente superior al de la oferta local, que se traducía en un significativo aumento del déficit de la cuenta corriente. Medido a precios de tendencia, dicho déficit pasaba de niveles del orden de 1% del PIB en el 2020 a una cifra algo menor que 7% del PIB en el 2021. En esas circunstancias, se agregó, no era de extrañar que la brecha de actividad se hubiese vuelto más positiva. Se añadió que la evolución reciente de la demanda ponía mayor relevancia sobre la tensión entre una economía muy dinámica en el corto plazo y estancada en el mediano plazo, comportamiento en que los factores internos tenían un importante protagonismo.

Se discutió acerca de los riesgos que implicaba el elevado nivel de inflación, en particular por sus efectos de segunda vuelta y su impacto en las expectativas. Sobre estas últimas, se destacó que, pese al significativo giro hacia una contracción en la política monetaria, las expectativas de inflación a dos años plazo continuaban por sobre 3%. Se indicó que esto podría ser reflejo de una sobrerreacción a la evolución de corto plazo de la inflación, dado el gran *shock* de los últimos meses y el hecho que la inflación estaba siendo un problema mucho más extendido en el mundo que lo usual. Se agregó que, si bien la situación actual era motivo de preocupación, la inflación seguía estando determinada por sus fundamentales y, por lo tanto, la política monetaria mantenía intacta su capacidad de acción para controlarla. De hecho, aunque más lento, el mercado seguía esperando una convergencia de la inflación a 3%. Se añadió que, de cualquier forma, se debía tener claro que las expectativas de inflación eran una referencia importante a la hora de medir la percepción del mercado, pero no eran un objetivo intermedio para la política monetaria. El objetivo de la política monetaria seguía siendo una trayectoria de TPM que llevara la inflación proyectada a dos años plazo a 3%.



También se discutió acerca de los riesgos del escenario externo, que parecían haber aumentado en los últimos meses. Se mencionó que el cambio más llamativo era el riesgo que la salida de la recuperación de la crisis del Covid-19 fuese desordenada en distintas dimensiones. Primero, en que se pasara de un ciclo coordinado en el mundo a uno que podía ser bastante descoordinado, en particular entre China y Estados Unidos. Esto podría producir efectos complejos por el lado de las dinámicas cambiarias y de los precios de las materias primas. Una segunda dimensión era un escenario en que distintas economías acumularan niveles de inflación como no se habían visto en muchas décadas. En una situación como esta se podría producir un cambio significativo en las condiciones financieras para las economías emergentes.

Se mencionó que en los mercados financieros locales parecía que los riesgos estaban retrocediendo algo respecto de su punto más álgido. Su evolución reciente mostraba que la volatilidad se estaba reflejando más en el tipo de cambio que en la dinámica de las tasas de interés de largo plazo. Ello implicaba que esa correlación positiva entre depreciación y tasas de interés de largo plazo se estaba tendiendo a revertir, más allá de que dichas tasas seguían en niveles mayores que en el pasado reciente.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

El Consejo concordó en que la política monetaria debía completar el retiro de todo el impulso monetario adoptado durante la crisis y abrir el camino hacia una posición restrictiva, de modo de asegurar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política de dos años. Para esta Reunión consideró tres opciones: (i) aumentar la TPM en 100 puntos base (pb); (ii) aumentarla en 125pb; y (iii) aumentarla en 150pb.

Todos los Consejeros estuvieron de acuerdo en que, dada la evolución del escenario macroeconómico y sus riesgos, era necesario que la TPM se moviera hacia un nivel restrictivo, tal como lo mostraba el corredor de tasa del IPoM de diciembre. Según ese corredor, para asegurar la convergencia de la inflación a la meta dentro del horizonte de política, en los próximos meses la TPM debía ubicarse entre 275 y 325pb por sobre el nivel previo a esta Reunión (2,75%). Por esto, la decisión de esta Reunión tenía componentes tácticos y comunicacionales importantes. En particular, porque, independiente de la opción que se eligiera, la TPM debería seguir aumentando en los próximos meses y el incremento que se determinara en esta ocasión podía marcar el ritmo futuro de aumentos.

Hubo coincidencia en el Consejo en que la opción de aumentar la TPM en 100pb era la que ofrecía menores ventajas. A juicio de un Consejero, esta alternativa había ido quedando rezagada respecto de lo que esperaban los mercados, y se corrían al menos dos riesgos. Primero, requerir acelerar las alzas en Reuniones venideras, generando algún grado de confusión. Segundo, inducir a que se pensara que el Banco tenía un excesivo relajo respecto del cumplimiento de la meta de inflación.



Varios Consejeros valoraron la opción de aumentar la TPM en 150pb. A su juicio, ayudaba a marcar un paso más decidido para llegar a los niveles de tasa que esperaba alcanzar en los próximos meses, lo que podía ayudar a prevenir los impactos que la elevada inflación estaba teniendo en las expectativas. Todos los Consejeros coincidieron en que el principal riesgo de esta opción era volver a sorprender al mercado, en circunstancias que las últimas dos decisiones ya habían sido sorpresivas. Sobre esto, un Consejero agregó que, si bien un alza de esta magnitud sorprendería a parte del mercado, ello podría explicarse porque aún quedaba un largo camino por recorrer, se partía de una situación en que la economía estaba creciendo muy por sobre su capacidad, los niveles de tasas nominales eran significativamente menores que la inflación esperada para los próximos trimestres, y las expectativas de inflación estaban por encima de la meta. Este mismo Consejero añadió que, sin embargo, al mismo tiempo se corría el riesgo que fuera percibida como el reflejo de una situación más grave de lo que anticipaba el escenario central del IPoM, pudiendo generarse alzas en toda la curva de tasas que fueran más allá de lo deseable.

Respecto de la opción de aumentar la TPM en 125pb, todos los Consejeros coincidieron en que era la alternativa que mejor reflejaba el contenido del IPoM y el juicio del Consejo. En particular, ubicaría la TPM algo por encima de la mediana de las expectativas, pero dentro del corredor de tasa, lo que le daría plena credibilidad al diagnóstico y proyecciones del IPoM y, al mismo tiempo, reafirmaría la decisión del Consejo de dar los pasos necesarios para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación.

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 125pb, hasta 4%.

