banco central Chile

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

JULIO 2023

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N°299, celebrada el 27 y 28 de julio de 2023.

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; el Gerente de División Mercados Financieros, don Ricardo Consiglio Fonck; 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 Interino, don Lucas Bertinatto; la Gerente de Estudios Económicos, doña Sofía Bauducco; el Gerente de Operaciones de Mercado, don Felipe Musa Silva; el Gerente de Gestión Estratégica del Negocio, don Juan Carlos Piantini Cardoso; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Miguel Fuentes Díaz; el Gerente de Estadísticas Macroeconómicas, don Francisco Ruiz Aburto; el Gerente de Comunicaciones Interino, don Juan Pablo Rioseco Quilodrán; 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 internacional

En el plano externo, la inflación había seguido descendiendo, con sorpresas a la baja en un grupo amplio de economías, entre ellas EE.UU. En esta última, la disminución tanto de la inflación total como de las medidas subyacentes elevaba la probabilidad de que el proceso de convergencia inflacionaria se diera sin una caída significativa de la actividad. En esto contribuía el comportamiento del consumo, que la inversión mostraba cierta recuperación y que el mercado laboral seguía resiliente. En la Eurozona, la inflación había continuado disminuyendo, aunque la inflación de servicios seguía en niveles altos. En general, en América Latina la inflación total había seguido cayendo y, en lo reciente, las medidas subyacentes habían comenzado a disminuir por la menor inflación de bienes.

No obstante, los fundamentos seguían apuntando a la necesidad de una política monetaria restrictiva en las economías desarrolladas. Los principales bancos centrales habían vuelto a subir sus tasas de referencia y seguían dando señales de que sus políticas monetarias se mantendrían en terreno restrictivo por un tiempo prolongado. En EE.UU., el Federal Open Market Committee (FOMC) había transmitido un tono más *hawkish* en su reunión de junio, posición que se había afianzado en la de julio al reanudar el ciclo de alzas y por el énfasis de sus autoridades en que las tasas permanecerían elevadas por varios meses más. El Banco Central Europeo también había seguido subiendo sus tasas de referencia y comunicando que sus próximas decisiones seguirán siendo evaluadas reunión tras reunión.

En este escenario, se esperaba que el impulso externo que recibiría la economía chilena seguiría siendo acotado, con perspectivas de crecimiento mundial débiles tanto para este como para el próximo año. En EE.UU., más allá de la resiliencia reciente, se anticipaba una desaceleración de la actividad en los próximos trimestres. En China, la recuperación de la actividad había continuado perdiendo tracción, en medio de fundamentos que auguraban un bajo dinamismo en adelante. En la Eurozona, las perspectivas persistían negativas, en parte importante por el impacto de la crisis energética y el estrechamiento de las condiciones financieras.

Respecto de las materias primas, los precios de los alimentos continuaban descendiendo. Sin embargo, en los días previos a la Reunión de julio resaltaba el aumento del precio de los cereales tras el retiro de Rusia de la Iniciativa de Granos del Mar Negro. Por su parte, el precio del cobre había mostrado fluctuaciones y se ubicaba en un nivel similar al de la Reunión previa. En su evolución habían influido en direcciones opuestas, por un lado, la menor actividad de China y, por otro, los niveles de inventarios que continuaban estrechos. El precio del barril de petróleo, en tanto, había aumentado cerca de 10% desde la última Reunión, favorecido por el mayor apetito por riesgo global, la depreciación del dólar y la continua recuperación de su demanda.

Escenario nacional

La inflación total y subyacente se había reducido más rápido que lo previsto en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). En junio, ambas mediciones habían descendido a 7,6 y 9,1% anual, respectivamente. Las diferencias se observaban principalmente en el componente de bienes. Respecto de las expectativas de inflación a dos años plazo, tanto la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) como la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) se ubicaban en 3%.

En general, la actividad y la demanda seguían evolucionando acorde con lo esperado. Si bien el Imacec de mayo había caído 0,5% respecto del mes anterior en su serie desestacionalizada, esta contracción mensual estaba relacionada, especialmente, con elementos de oferta que habían afectado a la minería y, en menor medida, a algunas líneas industriales y otras ligadas a la demanda externa. De hecho, descontando la estacionalidad, la actividad no minera no había presentado variación mes a mes. Por el lado del gasto, las ventas minoristas y las importaciones de bienes de consumo, entre otros indicadores, continuaban dando cuenta de un deterioro menos marcado del consumo de los hogares, validando la hipótesis de que la contracción del primer trimestre, particularmente en durables, era más bien un anticipo del ajuste esperado. Las perspectivas para la inversión reiteraban su debilidad.

El mercado laboral no exhibía cambios relevantes respecto de sus tendencias previas, con una tasa de desempleo que se había mantenido en 8,5% en el trimestre móvil terminado en junio y bajas expectativas de contratación de las empresas según varias fuentes de información. Las remuneraciones seguían aumentando en términos reales. En este contexto, las expectativas de los consumidores (IPEC) y de las empresas (IMCE) permanecían en terreno pesimista, aunque habían mejorado.

Los movimientos del mercado financiero local seguían alineados con expectativas de que la política monetaria reduciría su nivel de restricción. Esto, en un contexto donde los mercados globales habían reflejado un mayor apetito por riesgo, con una depreciación global del dólar, un aumento de las bolsas y una compresión de los premios por riesgo. Las tasas de interés de corto plazo locales habían continuado cayendo, afectadas por la reacción de los mercados a los datos más recientes de IPC e Imacec. El tipo de cambio se había depreciado y el IPSA acumulaba ganancias significativas. Por su parte, las tasas de largo plazo habían tenido ajustes menores.

El crédito bancario se mantenía acotado, como se observaba en el desempeño de las colocaciones reales de las distintas carteras. Las tasas de interés persistían en niveles elevados en todas ellas. En tanto, la Encuesta de Crédito Bancario del segundo trimestre reflejaba condiciones estrechas por el lado de la oferta, a la vez que la demanda crediticia seguía débil.

Tanto la EEE como la EOF anticipaban una reducción de 75 puntos base (pb) en la Tasa de Política Monetaria (TPM) para esta Reunión. Sin embargo, en torno a un tercio de los analistas encuestados en la EEE y casi la mitad de los analistas consultados en la EOF esperaban un recorte de 100pb o mayor. Además, en julio ambas encuestas habían reducido sus expectativas de TPM hacia finales de este año, ubicándolas en 8,0% y 7,75%, respectivamente. Por su parte, las perspectivas implícitas en los precios de activos financieros anticipaban para diciembre de 2023 una TPM de 7,5%.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

En el plano interno, se destacó que la actividad y la demanda habían evolucionado, en términos generales, en línea con lo esperado en el IPoM de junio. Esto implicaba que se estaba materializando una trayectoria de brecha de actividad hacia valores negativos, lo que era necesario para controlar la inflación subyacente y asegurar la convergencia de la inflación a la meta de 3%. Se añadió que esto también indicaba que el ajuste de la economía avanzaba en línea con lo previsto, aunque este era un asunto que se debía seguir monitoreando cuidadosamente.

En materia de inflación, en junio el IPC había mostrado una variación negativa, con una diferencia respecto de lo proyectado que se había concentrado en el componente de bienes, volátiles y no volátiles. Dado que no se observaban mayores novedades por el lado de la demanda y que la inflación de servicios no era distinta de lo proyectado, la principal explicación para la menor inflación efectiva era un traspaso cambiario más rápido que lo previsto. De ser así, era importante tener presente que esto no alteraba la magnitud del traspaso previsto,

sino que solo adelantaba su temporalidad. Se añadió que la normalización de los márgenes de las firmas, con heterogeneidad entre sectores, probablemente también estaba contribuyendo a un traspaso más fluido de las menores presiones de costos.

En el plano externo, el impulso que recibiría la economía chilena se mantendría acotado, similar a lo previsto en el IPoM de junio. La inflación seguía siendo el problema dominante, pese a ciertos avances recientes, dada una dinámica de demanda y de mercados laborales que continuaban estrechos en algunas economías desarrolladas, particularmente en EE.UU. Este problema seguía siendo desafiante para las autoridades monetarias y prometía mantener condiciones financieras estrechas por un tiempo prolongado.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros concordaron en que, de acuerdo con lo previsto, la economía chilena había avanzado en la resolución de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en años previos. La política monetaria había jugado un papel fundamental en esto, lo que permitía una reducción de la TPM fundada en los avances en la convergencia inflacionaria.

El Consejo recordó que el escenario central del IPoM de junio consideraba que para esta Reunión ya se estaría en condiciones de comenzar a discutir la reducción de la TPM. La actividad y demanda no mostraban diferencias relevantes respecto de lo proyectado, pero la inflación se reducía algo más rápido. Por ello, el Consejo consideró que era razonable pensar que la TPM tendría una trayectoria algo más baja que la estimada en el escenario central de junio. Para fines de año, ese nuevo nivel podía ser coherente con lo que indicaban las encuestas disponibles al momento de la Reunión, que a diciembre situaban la TPM entre 7,75 y 8%. De todos modos, todos los Consejeros concordaron en que la magnitud y temporalidad del proceso de reducción de la TPM tomaría en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación.

Tomando como referencia el mencionado punto de llegada, el Consejo consideró plausibles opciones de reducción de la TPM de 75 o 100pb. Se indicó que, dependiendo de la información acumulada, en las próximas Reuniones podrían darse movimientos en torno a estas magnitudes, teniendo presente que se requería un ajuste total de entre 325 y 350pb hasta fines de año. Además, hubo acuerdo en que la magnitud del primer movimiento no imponía ninguna condición sobre los movimientos siguientes, los que podían ser menores. Las consideraciones para decidir entre estas opciones, por lo tanto, tenían más que ver con elementos tácticos y el balance relativo de riesgos de la convergencia inflacionaria dados los nuevos antecedentes.

Respecto de los temas tácticos, hubo acuerdo en que la opción de 75pb sería menos sorpresiva, pues correspondía a la mediana de las expectativas de mercado. Sin embargo, todos los Consejeros destacaron que un porcentaje relevante de las expectativas de mercado consideraba la opción de 100pb, lo que aminoraba su condición de sorpresiva. Algunos Consejeros expresaron su preocupación por el impacto que una decisión de bajar la TPM

en 100pb pudiera tener sobre las expectativas de mercado. En particular, porque si se consideraba una decisión *dovish*, podían producirse caídas adicionales de las tasas de corto plazo y una mayor depreciación del peso. Todos los Consejeros concordaron en que este riesgo podría mitigarse con una comunicación que establecería claramente que la TPM seguía dentro del corredor considerado en junio, con un nivel de llegada coherente con el que mostraban las encuestas para fines de año.

Respecto de los riesgos para la inflación, todos los Consejeros coincidieron en que, en su generalidad, la evolución del escenario macroeconómico apuntaba hacia un rebalanceo de estos. Varios Consejeros indicaron que el conjunto de antecedentes disponibles señalaba menores presiones inflacionarias, incluyendo la evolución de la actividad y la inflación. Se sumaba que las expectativas de mercado mostraban ajustes a la baja en el corto plazo, al mismo tiempo que permanecían en la meta de 3% a dos años plazo. Un Consejero destacó que, si bien los escenarios más extremos de rebrotes inflacionarios se habían hecho menos probables, a su juicio, continuaba siendo un riesgo relevante los efectos que un período prolongado de alta inflación y de expectativas a dos años por sobre la meta pudieran haber tenido sobre la dinámica de formación de precios y de expectativas.

Todos los Consejeros destacaron que, si bien la inflación estaba bajando, todavía seguía en niveles muy altos, y que las expectativas de inflación habían vuelto a la meta de 3% hace poco tiempo, después de varios meses desalineadas. Por lo mismo, todavía era muy temprano para pensar que el problema inflacionario se había resuelto y el Banco debía seguir muy atento a los desarrollos del escenario macroeconómico.

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 reducir la TPM en 100 puntos base, hasta 10,25%.

banco central Chile

MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA JULIO 2023