banco central Chile

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

OCTUBRE 2021

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 285, celebrada el 12 y 13 de octubre 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.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Rodrigo Cerda Norambuena.

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 Martin; el Gerente de Operaciones de Mercado, don Diego Gianelli Gómez; el Gerente de Análisis de Mercados Financieros, don Juan Carlos Piantini Cardoso; 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; la Economista Senior doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista Senior doña Pilar Cruz Novoa; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Cristóbal Gamboni Gamboni; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

Escenario nacional

La inflación total había aumentado por sobre lo previsto en el último Informe de Política Monetaria (IPoM), ubicándose en 5,3% anual a septiembre. Por su parte, la inflación subyacente —IPC sin volátiles— había subido hasta 4,2% anual, en línea con lo proyectado. El alza de los últimos meses había sido transversal entre los distintos ítems que componen la canasta del IPC, reflejando las presiones inflacionarias por el lado de la demanda interna y los costos, así como la significativa depreciación idiosincrática del peso. En este sentido, seguían resaltando los bajos niveles de inventarios percibidos en el comercio y la industria, así como perspectivas de mayores costos y salarios generalizadas entre sectores (IMCE). Por su parte, el INE informaba que el porcentaje de precios imputados durante la pandemia había seguido reduciéndose. El incremento de

los combustibles y algunos alimentos había elevado la inflación de su componente volátil hasta 7,5% anual. En este escenario, las expectativas de inflación habían mostrado aumentos en todos los plazos, resaltando que algunas superaban el 6% a diciembre de este año, por sobre las proyecciones contenidas en el IPoM de septiembre. A dos años plazo, la mediana de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) se ubicaba por sobre 3% por segundo mes consecutivo, con 70% de las menciones sobre dicho valor. A su vez, la mediana de la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) se mantenía en torno a 3,5% por tercera vez consecutiva, y en la última medición 90% de las respuestas superaba el 3%.

En cuanto la actividad, el Imacec de agosto había sobrepasado notoriamente su nivel previo a la pandemia, creciendo 19,1% anual y 1,1% mensual desestacionalizado. En un contexto en que continuaba habiendo una significativa liquidez derivada de las masivas transferencias fiscales y los retiros previsionales, el comercio se mantenía como el sector de mayor dinamismo. En términos anuales, había seguido creciendo a tasas elevadas —25,5% en agosto—, aunque respecto del mes precedente había registrado una caída de 1,5% en términos desestacionalizados. El comercio al por menor evidenciaba que el consumo privado de bienes había seguido dinámico. Acorde con lo anterior, las importaciones de bienes de consumo habían continuado registrando variaciones anuales históricamente altas, especialmente en el segmento durable. Además, destacaba la recuperación de varios sectores que se encontraban rezagados —especialmente actividades de servicios—, sumándose a la alta liquidez las menores restricciones sanitarias. La producción de bienes había mantenido el alto crecimiento registrado en meses anteriores. Las expectativas de los consumidores (IPEC) continuaban en terreno pesimista, con un leve retroceso en su último registro, especialmente por el aumento de la inflación. En cuanto a la inversión, se observaba una mejora de los indicadores de corto plazo, como la construcción y los servicios empresariales, y las importaciones de bienes de capital habían permanecido elevadas. Las perspectivas empresariales (IMCE) se encontraban en terreno optimista, aunque también evidenciaban aumentos de costos y escasez de inventarios. Sin embargo, las expectativas de mediano plazo para la inversión seguían menos favorables, como sugería la evolución de la bolsa y de los indicadores de incertidumbre, el deterioro abrupto de las condiciones financieras locales, así como las decisiones de manejo de caja de parte de las grandes empresas.

La información preliminar del Informe de Percepciones de Negocios (IPN) daba cuenta de un importante dinamismo de la actividad, especialmente de los sectores ligados al consumo privado. Ello seguía asociado a la abundante liquidez de los hogares y el avance en la reapertura de la economía. No obstante, los entrevistados enumeraban diversos factores de preocupación. En primer lugar, los costos —especialmente de importación— continuaban históricamente altos, lo que había significado la reducción de márgenes o el aumento de precios de venta. Además, en el corto plazo se anticipaban nuevos incrementos de precios. A esto se sumaba el aumento de los costos laborales ante la dificultad de contratación de mano de obra, especialmente de trabajadores de menor calificación. Por último, la incertidumbre política-legislativa se había intensificado, así como la preocupación por el posible resurgimiento de episodios de violencia, afectando especialmente las decisiones de inversión. Así, las perspectivas para el próximo año se habían vuelto más pesimistas.

En este contexto, las perspectivas de crecimiento para este año recogidas en la EEE se habían corregido nuevamente al alza, ubicándose la mediana en 11,0% en su versión de octubre (10,4% en septiembre). En cambio, las expectativas del PIB para el 2022 disminuían hasta 2,2% (2,5% en septiembre), a la vez que se mantenían en 2,0% para el 2023.

En el mercado laboral, el empleo (INE) había aumentado en sus principales categorías y la tasa de desempleo había disminuido a 8,5% en el trimestre junio-agosto. De todos modos, se mantenía un rezago significativo en la recuperación de categorías con un alto porcentaje de informalidad, en especial el empleo asalariado informal, mientras que el rezago del empleo por cuenta propia se había reducido. Además, a pesar de cierto repunte en la oferta laboral, evidenciado por la caída de la inactividad y el aumento en el número de postulaciones en Internet, continuaba un notorio descalce entre esta y la demanda de empleo, principalmente en trabajadores menos calificados. En línea con lo anterior, los ingresos laborales se mostraban fuertemente recuperados respecto del año previo. En el corto plazo, las expectativas empresariales recogidas en el IMCE auguraban mayores contrataciones.

Los mercados financieros locales exhibían deterioros mucho más marcados y sistemáticos que sus pares externos, con correcciones que se situaban en los extremos de los movimientos internacionales. Ello se debía a la influencia de factores idiosincráticos, en especial el cambio en las perspectivas para la inflación y la incertidumbre sobre temas político-legislativos, particularmente respecto de nuevos retiros de ahorros previsionales. En el mercado de renta fija, las tasas de interés habían subido a lo largo de la curva, sobre todo en los tramos medio y largo, aunque con bajos montos transados de estos instrumentos. La tasa de interés del bono a 10 años había alcanzado valores superiores a 6,5%, no vistos en algo más de una década. Con ello, desde inicios de septiembre hasta el momento de la Reunión, el diferencial con su símil de EE.UU. había pasado de en torno a 370 puntos base (pb) a alrededor de 500pb. En ese mismo lapso, el tipo de cambio había seguido aumentando, acumulando una depreciación de más de 5% frente al dólar, por sobre lo que sugerían sus fundamentos. El IPSA había caído del orden de 8%, en tanto el riesgo país anotaba un incremento de cerca de 25pb, similar a lo que consignaban otras economías latinoamericanas en promedio. En el mercado monetario, la liquidez en dólares de la banca permanecía en torno a sus máximos históricos y mantenía acotado el costo de financiamiento en esta moneda a nivel local. En el segmento en pesos, las tasas de interés habían subido, con transacciones centradas en los plazos más inmediatos.

En cuanto al crédito bancario, las colocaciones comerciales habían reducido su tasa de contracción anual real (-1,9% en septiembre) —lo que consideraba una mejora de la actividad crediticia no asociada al Fogape en el último tiempo—, al igual que las de consumo (-9,3% en septiembre), observándose menores caídas en la totalidad de los productos de esa cartera. A septiembre, el crecimiento anual de los préstamos hipotecarios se mantenía con relativa estabilidad (6,3% real), respaldado en buena medida en un mayor número de operaciones cursadas. Esto, en un contexto en que las tasas de interés habían vuelto a subir en las distintas categorías. La morosidad del sistema en su conjunto permanecía acotada.

Acorde con la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre, la demanda de crédito se había fortalecido en la mayoría de los segmentos, exceptuando en el hipotecario, en el cual destacaba el impacto que estaba teniendo del alza de las tasas de interés en las solicitudes de fondos. Para las empresas de mayor tamaño, la ECB daba cuenta de un incremento de la demanda con fines de capital de trabajo. Por el lado de la oferta, en general, esta reportaba condiciones más bien estables en las diferentes carteras. De todos modos, la información preliminar del IPN revelaba una caída de las operaciones cursadas durante octubre, especialmente de hipotecarios, con un endurecimiento de los requisitos de otorgamiento, mayores restricciones en los plazos y en el pie exigido, entre otros.

Respecto de la evolución del gasto fiscal, el proyecto de ley de presupuesto 2022 contemplaba una trayectoria de convergencia acorde con la regla de balance estructural, con una reducción cercana a 20% nominal en el 2022 con respecto al gasto que se ejecutaría en el 2021, de acuerdo con el Informe de Finanzas Públicas del tercer trimestre.

En este escenario, las expectativas para la Tasa de Política Monetaria (TPM) habían aumentado. En particular, la mediana de la EOF y la EEE proyectaban un ajuste de +75pb en la Reunión de octubre, mientras que los precios de activos financieros anticipaban +100pb. A un año plazo, las perspectivas para la TPM contenidas en estas mediciones fluctuaban entre 4 y 5,5%, mientras que a dos años lo hacían entre 4,25 y 6%.

Escenario internacional

En el plano externo, las perspectivas para la actividad mundial se habían moderado en el margen como consecuencia de las restricciones asociadas a los rebrotes de Covid-19 en algunas economías y de la persistencia de los cuellos de botella a nivel global, lo que había limitado el crecimiento de ciertos sectores. En los países desarrollados, los altos niveles de vacunación habían permitido continuar con la reapertura de las economías pese al incremento de los contagios. No obstante, en EE.UU., más allá de que las perspectivas continuaban favorables, los rebrotes habían afectado el consumo de servicios y la creación de empleo. En Asia, por el contrario, los rebrotes habían repercutido en la mantención de las restricciones. En China, se sumaban las disrupciones de las cadenas de suministro, las exigencias de cumplimiento de metas del gobierno en materia medioambiental, los mayores precios de la energía y la tensión generada por la situación de Evergrande en el sector inmobiliario, todos factores que anticipaban un menor dinamismo.

Estos desarrollos se habían dado en un contexto en que la inflación global había seguido aumentando, destacando especialmente los datos de EE.UU. y América Latina. Los cuellos de botella continuaban reflejándose en altos costos de transporte marítimo, extensión en los tiempos de entrega, escasez de insumos y menores niveles de inventarios que, en conjunto, habían seguido presionando los costos. Asimismo, los precios de la energía habían mostrado alzas notorias desde la Reunión de agosto. En particular, el barril de petróleo había superado los US$80 (+15% para el promedio WTI-Brent desde la última Reunión). A ello se añadía la subida significativa del precio del gas (+45% desde la última Reunión), ante el fuerte incremento de la demanda mundial y disrupciones de oferta en algunos de los principales productores mundiales. En tanto, el precio del cobre se había mantenido en torno a US$4,2 la libra.

En este escenario, varios bancos centrales habían adoptado una orientación menos expansiva. Resaltaban los cambios en la comunicación de la Reserva Federal, que había señalizado que el retiro del estímulo monetario no convencional sería más rápido que lo previsto anteriormente, y del Banco de Inglaterra, que señalizó un aumento de su TPM. A esto se había sumado el inicio de la normalización monetaria por parte de las autoridades de Noruega, Nueva Zelanda y de varias economías emergentes. Los mercados financieros externos mostraban un menor apetito por riesgo, en lo que se conjugaban, en lo principal, los elementos antes señalados, dudas que también habían gatillado un mayor grado de volatilidad en

los mercados recientemente. Las tasas de interés habían aumentado de manera transversal, el grueso de las monedas a nivel global se había depreciado frente al dólar y los *spreads* soberanos habían subido en un grupo importante de países, en tanto las plazas bursátiles exhibían movimientos mixtos. Los flujos de capitales hacia economías emergentes habían tendido a moderarse, exhibiendo salidas en el margen en el caso de América Latina. La región conservaba un desempeño por debajo del de otros emergentes.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

En el plano externo, se destacó que se observaban ciertos cambios respecto de meses previos, con algún deterioro de la actividad y un estrechamiento de las condiciones financieras, esto último en respuesta a algunos riesgos que se levantaban —como la persistencia y ampliación de las disrupciones de oferta— y al inicio, o su cercanía, de la normalización monetaria en varias economías. La respuesta de los mercados financieros había aumentado la volatilidad y las tasas de interés de largo plazo, aunque con una reacción bastante más moderada en los países desarrollados que en los emergentes. A estos ajustes también contribuía cierto temor por lo que ocurría con la empresa china Evergrande, que ponía el foco en el alto endeudamiento del sector inmobiliario de ese país, pero que tras el Covid-19 aparecía como inquietud más amplia. Ello probablemente tendría un impacto en las perspectivas de crecimiento de dicho país, aunque por ahora sus potenciales efectos se mantenían acotados, y el precio del cobre seguía elevado. Si bien todos estos desarrollos tenían efectos sobre la economía chilena, esta seguía claramente dominada por factores idiosincráticos. De hecho, el deterioro de las distintas variables del mercado financiero chileno había sido mucho más marcado y sistemático, ubicándose en los extremos de los movimientos internacionales.

En lo interno, los antecedentes mostraban que en el tiempo transcurrido desde el último IPoM tanto la actividad como la inflación subyacente se habían comportado de acuerdo con lo esperado. Un Imacec algo inferior a lo anticipado en julio se compensó con un desempeño superior a lo previsto para agosto. Por su parte, la inflación subyacente acumulada entre agosto y septiembre difería marginalmente de lo estimado en el IPoM de septiembre. Las proyecciones de corto plazo para la demanda interna y la actividad también se mantenían dentro de lo esperado. En el IPC total, en cambio, había variaciones mayores en las proyecciones, que afectaban especialmente al componente volátil —no subyacente— dados los aumentos de los precios de los combustibles y algunos alimentos. La parte subyacente mostraba sorpresas acotadas, aunque era de esperar mayores niveles para esta, sobre todo en su componente de bienes, principalmente por la depreciación adicional del peso y el mayor traspaso que implicaba su carácter idiosincrático.

Se mencionó que las mayores diferencias respecto del escenario central del IPoM de septiembre se observaban en las condiciones financieras y en las expectativas de inflación. Las primeras habían experimentado un notorio empeoramiento, como evidenciaba la significativa depreciación del peso, el desacople de la bolsa local con los mercados internacionales, y el fuerte aumento de las tasas de largo plazo desde principios de año. En el caso de las tasas, su aumento había sido mucho mayor que el experimentado por economías como Australia, Nueva Zelanda, Noruega, e incluso mayores que el de otros países en Latinoamérica. Se

sumaba como antecedente el análisis de modelos estructurales, que confirmaban que tanto la depreciación cambiaria como al alza de tasas de largo plazo estaban explicadas mayormente por elementos idiosincráticos. Se hizo hincapié en que este estrechamiento de las condiciones financieras tendría un efecto en la actividad.

En cuanto a las expectativas de inflación, se destacó que estas se habían elevado para todas las fuentes y en todos los plazos, incluido el horizonte de política de 24 meses. Se mencionó que la causa fundamental del aumento de estas expectativas no parecía estar ligada a una falta de credibilidad del compromiso del Banco con el control de la inflación, sino que a la incertidumbre causada por el contexto político-legislativo y sus implicancias en las medidas de impulso a la demanda.

Se resaltó que la economía chilena enfrentaba un escenario macroeconómico de alta complejidad. Por un lado, un alto crecimiento y presiones de demanda, que en circunstancias normales apreciarían el tipo de cambio atenuando las presiones inflacionarias, eran sobrepasadas por elementos de riesgo cambiario cuyos efectos depreciativos presionarían los precios. Por otro lado, las mayores tasas de interés y el mayor tipo de cambio impactaban negativamente la actividad y la inversión en el mediano plazo. Se sumaba la evolución de las expectativas de inflación y los antecedentes preliminares del IPN, que señalizaban la relevancia de los aumentos de costos y los indicios de mayores traspasos a precios.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

El Consejo concordó que un entorno macroeconómico donde la actividad estaba por encima del potencial y la inflación se estaba acelerando, era necesario que la política monetaria siguiera transitando desde una instancia expansiva a una instancia más neutral. En este contexto, el Consejo consideró cuatro opciones de aumento de la TPM para esta Reunión: (i) aumentarla en 75pb; (ii) aumentarla en 100pb; (iii) aumentarla en 125pb; y (iv) 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 acercara a su nivel neutral antes de lo previsto en el escenario central del IPoM de septiembre. A juicio del Consejo, la mejor opción era ubicar la TPM en torno a la neutral en la próxima Reunión, dejando espacio para que en el IPoM de diciembre pudiesen calibrarse los pasos a futuro, teniendo presentes las perspectivas revisadas para la actividad y la inflación en el 2022 y 2023.

En este contexto, hubo coincidencia en el Consejo en que las opciones de subir la TPM en 100 o 125pb parecían las más adecuadas. Por un lado, eran coherentes con la necesidad de acelerar el ritmo del retiro del estímulo monetario y, por otro, en ambos casos la TPM estaría por debajo de la cota mínima de la tasa neutral estimada, por lo que con certeza debería seguir subiendo en las próximas Reuniones. A juicio de un Consejero, la opción de aumentar la TPM en 100pb era coherente con la evolución de las expectativas de mercado y podía ser suficiente para señalizar el mayor riesgo materializado, dadas sus fuentes, en particular, el dinamismo del consumo y la incertidumbre en los mercados financieros. En opinión de otro

Consejero, decidirse por una opción u otra tenía un elemento táctico relevante, que era la pertinencia o no de sorprender al mercado. En su visión, lo más relevante era comunicar que se realizaría un acercamiento más rápido hacia una TPM neutral, y en ese escenario un aumento de 125pb era una combinación prudente entre un alza algo mayor que la que esperaba el mercado y la necesidad de transmitir el adelantamiento de la trayectoria de la TPM.

Las opciones de aumentar la TPM en 75 o 150pb parecían menos plausibles a juicio del Consejo, pues tenían un componente de sorpresa que podría ser complejo de entender para el mercado. Por un lado, la opción de 75pb podía dar una sensación de continuidad del escenario central del IPoM que no se condecía con los cambios observados; además, en un contexto en que las expectativas de inflación se habían elevado, podría ser contraproducente. Por otro, la opción de aumentar la TPM en 150pb aparecía como una buena alternativa si lo que se quería era sorprender fuertemente al mercado e intentar afectar las expectativas de inflación. Sin embargo, esta opción contaba con algunos reparos. En particular, que podría generar un estrechamiento mayor de las condiciones financieras locales, para lo cual no se contaba con proyecciones que lo dimensionaran, o que se asociara a una respuesta a sorpresas inflacionarias que no tenían relación con la inflación subyacente.

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 2,75%.

banco central Chile

MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA OCTUBRE 2021