banco central Chile

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

OCTUBRE 2022

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 293, celebrada el 11 y 12 de octubre 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 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; 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 Operaciones de Mercado Interino, don Felipe Musa Silva; el Gerente de Gestión Estratégica del Negocio, 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; 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 nacional

La inflación total había alcanzado a 13,7% anual en septiembre, cifra levemente inferior a la de agosto. Por otro lado, la inflación subyacente —IPC sin volátiles— había subido hasta 11,1% anual. La inflación acumulada en los últimos dos meses había superado lo previsto en el IPoM de septiembre, principalmente por el mayor incremento de los precios de algunos alimentos y, en menor medida, de algunos servicios, principalmente por ítems administrados e indexados.

Las presiones de costos mostraban señales mixtas. Por una parte, los salarios nominales y el tipo de cambio habían aumentado nuevamente, mientras que, por otro lado, los precios de las materias primas habían disminuido y los problemas de suministro a nivel global se habían ido moderando. Las perspectivas de costos de las empresas (IMCE) permanecían en torno a sus máximos históricos. Las expectativas de inflación de las encuestas —Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y Encuesta de Operadores Financieros (EOF)— continuaban por sobre 3% a dos años plazo, aunque se habían ajustado a la baja a un año plazo.

El Imacec no minero de agosto (+1,3% anual; +0,7% mensual desestacionalizado) había superado lo contemplado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, principalmente por la mayor actividad de algunos servicios. En el resto de los sectores, no obstante, se confirmaban las caídas en la actividad que se habían previsto, como ocurrió en el comercio, la industria y la construcción. En el gasto interno, los indicadores de consumo privado habían continuado consolidando la trayectoria de ajuste esperada. Los ligados a la inversión permanecían débiles, aunque en sectores específicos —energía, transporte y telecomunicaciones— se observaba cierta resiliencia que había favorecido las internaciones de maquinaria y equipos. El índice de confianza de consumidores (IPEC) seguía en la zona de pesimismo, si bien exhibía algún repunte en lo más reciente. Igual comportamiento se observaba en el caso de las empresas (IMCE) para los diferentes sectores económicos.

En el mercado laboral (INE), la creación de empleo se había estancado, en tanto que las tasas de participación y de desocupación no mostraban grandes cambios, situándose esta última en 7,9% en agosto. La demanda de trabajo había seguido perdiendo fuerza, como reflejaba el progresivo descenso del Índice de Avisos Laborales de Internet desde fines de 2021 y de las expectativas de las empresas para el empleo (IMCE). Los salarios reales seguían registrando variaciones anuales negativas en sus distintas mediciones.

El mercado financiero nacional se había acoplado al menor apetito por riesgo de los mercados globales. Respecto de la Reunión previa, el tipo de cambio se había depreciado en torno a 5%, las tasas de interés de largo plazo habían subido —especialmente las en UF—, el premio por riesgo soberano (CDS a 5 años) había aumentado y el IPSA había registrado pérdidas cercanas a 7%.

Las colocaciones bancarias continuaban desacelerándose en las diversas carteras. Las comerciales y de consumo habían ido profundizando su caída en septiembre, con contracciones anuales de 2,2 y 3,0% real, respectivamente, mientras que la variación anual de los préstamos hipotecarios rondaba sus mínimos históricos, llegando a 1,8% en el mismo mes. Estos desarrollos se condecían con lo reportado por la última Encuesta de Crédito Bancario (ECB), que daba cuenta de condiciones de oferta que persistían restrictivas, en lo que prevalecían factores como una mayor percepción de riesgo y de empeoramiento del entorno económico. La ECB también señalaba una demanda más débil, lo que en el caso de las personas era especialmente notorio en el segmento de vivienda. Las tasas de interés de las colocaciones habían anotado nuevos incrementos en el margen.

Las perspectivas del mercado para la Tasa de Política Monetaria (TPM) habían aumentado. Las distintas medidas de expectativas disponibles —encuestas y las que se desprenden de los precios de activos financieros—la situaban en 11,25% en la Reunión de octubre, para luego alcanzar un nivel máximo entre 11,25 y 11,5% en diciembre.

Escenario internacional

La inflación mundial había seguido dando señales de mayor persistencia, los bancos centrales habían continuado elevando sus tasas de referencia y las expectativas de mercado apuntaban a un prolongado ajuste monetario en las economías desarrolladas. En su reunión de septiembre, la Reserva Federal (Fed) había elevado nuevamente el rango de la *Fed funds rate* en 75 puntos base (pb) y las perspectivas de tasas de su Comité (FOMC) sugerían alzas futuras mayores que las que anticipaba el mercado. El Banco Central Europeo, por su parte, había aumentado su tasa de interés de política monetaria en 75pb y señalizó incrementos adicionales ante la persistencia inflacionaria y el riesgo de desanclaje de expectativas.

El Banco de Inglaterra había subido su tasa de referencia en 50pb, en medio de elevadas presiones salariales. En este último país, se sumaba el anuncio de un paquete de estímulo fiscal y de recorte de impuestos que había depreciado fuertemente la libra y elevado las tasas de interés, lo que había impulsado la compra de bonos de largo plazo por parte del Banco de Inglaterra por un lapso transitorio ante el mayor riesgo de inestabilidad financiera.

En América Latina, las autoridades monetarias habían continuado subiendo las tasas de política monetaria; sin embargo, algunas habían sorprendido con incrementos más moderados que los esperadas ante señales incipientes de que la inflación habría alcanzado un *peak* en varias economías. Un caso particular había sido Brasil, cuyo banco central había detenido en septiembre el ciclo de alzas comenzado en marzo de 2021, aunque no había descartado nuevas alzas en adelante.

Las perspectivas de mercado sobre el crecimiento mundial habían continuado ajustándose a la baja, principalmente para 2023. En EE.UU., la combinación de una alta inflación, una política monetaria más contractiva y las peores condiciones financieras habían contribuido a un deterioro para el próximo año, más allá de que las proyecciones para 2022 se habían mantenido estables, en medio de indicadores de consumo que habían seguido resilientes y un mercado laboral que continuaba mostrando solidez.

En la Eurozona, la incertidumbre en torno a la guerra en Ucrania seguía afectando las expectativas sobre la disponibilidad de energía. En tanto, la disminución de los ingresos reales y la caída de las confianzas auguraban debilidad en el consumo. Asimismo, el estrechamiento de las condiciones financieras, la persistencia del *shock* de oferta negativo y las peores perspectivas económicas continuaban anticipando un bajo dinamismo de la inversión.

En China, a la debilidad del sector inmobiliario y a la incertidumbre respecto de la estrategia de manejo de los contagios de Covid-19 se había sumado el efecto del deterioro de la demanda mundial de bienes sobre las exportaciones del país. En América Latina, la actividad había mostrado mayor resiliencia que la esperada; sin embargo, exhibía signos de moderación en el ritmo de crecimiento. Así, la corrección de las proyecciones para 2022 mostraban direcciones opuestas entre las distintas economías, pero para 2023 continuaban deteriorándose, en medio de las peores perspectivas mundiales, el estrechamiento de las condiciones financieras, menores precios de las materias primas y riesgos de tensión interna en distintos países.

En este escenario, los mercados financieros globales habían mantenido elevados niveles de volatilidad y un menor apetito por riesgo. Desde la última Reunión, el dólar había continuado fortaleciéndose a nivel global, los mercados bursátiles habían caído y las tasas de interés de largo plazo habían aumentado.

Los precios de las materias primas, en general, habían continuado ajustándose a la baja, en línea con el fortalecimiento del dólar y las peores perspectivas de actividad mundial. El precio del petróleo había exhibido una elevada volatilidad, con fuertes descensos y una posterior recuperación, ante noticias menos favorables respecto de la oferta. Así, en los días previos a la Reunión, el precio del barril se encontraba en torno a US$90 (promedio WTI-Brent). De forma similar, el precio del cobre había mostrado fluctuaciones y se ubicaba cercano a US$3,5 la libra, nivel similar al de la última Reunión. El precio del gas natural europeo había descendido de forma importante, pese a las disrupciones de los suministros provenientes de Rusia. Respecto de los alimentos, habían mostrado movimientos mixtos. Destacaba la reducción de los precios de los aceites, en tanto los cereales habían aumentado, influidos por la incertidumbre sobre nuevas interrupciones de las exportaciones de granos desde Ucrania.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Respecto del escenario externo, hubo coincidencia en que se observaba un empeoramiento en las últimas semanas. Se destacó que las presiones inflacionarias permanecían elevadas tanto en las economías desarrolladas como emergentes y, si algo, el fenómeno se había ido mostrando algo más persistente que lo previsto. Consecuentemente, las políticas monetarias se iban tornando más contractivas en la mayoría de los países, resaltando el caso de EE.UU. Se destacó que, si bien los mercados habían ido asumiendo el cambio de escenario sin disrupciones mayores y generalizadas, las condiciones financieras globales se habían ido estrechando, las proyecciones de crecimiento volvían a reducirse y los mercados de productos básicos mostraban mayor debilidad.

Hubo consenso en que, no solo el impulso externo que recibiría la economía chilena sería menor, sino que también había aumentado la probabilidad de observar escenarios de riesgo negativos. Se destacaron tanto los posibles impactos de una política monetaria estadounidense más contractiva en el resto del mundo como las debilidades en algunos mercados financieros importantes, como daba cuenta lo que ocurría en el Reino Unido. Se agregaba el desarrollo de otras fuentes de incertidumbre ya presentes, como la guerra entre Rusia y Ucrania y la debilidad de la economía china y las consecuencias del ajuste de su sector inmobiliario.

En cuanto al escenario interno, hubo consenso en que no se observaban diferencias sustanciales respecto de lo previsto en el IPoM de septiembre. Por el lado de la actividad, más allá de algunas sorpresas sectoriales, había evolucionado en línea con lo esperado. Los sectores más ligados al ciclo económico mostraban un claro ajuste y el consumo se comportaba acorde con lo anticipado. Se destacó también la presentación al Congreso del presupuesto fiscal para 2023, que, en líneas generales, parecía coherente con los supuestos del IPoM, resaltando la importancia de una consolidación fiscal y la ausencia de otros estímulos macroeconómicos para lograr una convergencia de la inflación a 3% de manera eficiente.

Se destacó el comportamiento de la inflación, cuya tasa de variación anual marcaba un leve retroceso después de muchos meses de fuerte alza. Se añadió que, de todos modos, en línea con lo esperado, la inflación subyacente seguía aumentando, lo que mantenía las alertas sobre la consolidación de una tendencia inflacionaria a la baja.

Se mencionó que la depreciación del peso aumentaría la inflación en el corto plazo, como lo reflejaban los precios y expectativas de mercado. En todo caso, al ser producto de un movimiento global del dólar, este aumento del tipo de cambio tenía impactos sobre la inflación distintos de los que se habían observado en ocasiones previas, cuando la depreciación obedecía más a factores locales. Además, se debía considerar que, si bien el deterioro del escenario externo provocaría mayor presión sobre los precios en el corto plazo, las presiones inflacionarias de mediano plazo serían menores por las consecuencias negativas sobre la actividad.

Se resaltó también el comportamiento de las expectativas de inflación, que, pese a una inflación algo mayor en el corto plazo, mostraban ajustes a la baja a plazos más largos, probablemente recogiendo el impacto de mediano plazo de un escenario macroeconómico más deteriorado. Con todo, hubo consenso en que las expectativas a dos años plazo seguían muy por sobre 3% y que su evolución era materia de preocupación.

Respecto de las condiciones financieras locales, se destacó la debilidad que mostraba el crecimiento del crédito, con tasas de variación anual bajas o negativas en sus distintas categorías. Se resaltó que este comportamiento era coherente con el alza de las tasas de interés y con la evaluación de la ECB del tercer trimestre, que informaba condiciones de oferta que permanecían restrictivas y una demanda que se percibía debilitada para todos los segmentos. Se discutió acerca del comportamiento de las tasas de interés en UF a plazos más cortos —típicamente más asociados al ciclo económico—, que mostraban un alza importante en los últimos meses, cuyo origen no era evidente, pero que podrían terminar impactando a la economía de forma relevante.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros concordaron en que la información recogida desde la publicación del IPoM delineaba un escenario central donde las presiones inflacionarias de mediano plazo irían cediendo en línea con lo previsto. A su juicio, esto representaba un cambio importante respecto de varias de las Reuniones anteriores, donde, en general, los datos iban mostrando la necesidad de una política monetaria cada vez más restrictiva para asegurar la convergencia de la inflación a 3% en dos años plazo. Con todo, también hubo consenso en que el problema inflacionario seguía presente, pues la inflación estaba en niveles elevados, la persistencia era alta y las expectativas de inflación de mediano plazo de distintos agentes permanecían muy por sobre la meta de 3%.

En este contexto, todos los Consejeros estuvieron de acuerdo en que, en línea con lo expresado en el IPoM de septiembre, la TPM ya estaba en torno a su nivel máximo. Por ello, se debía evaluar un ajuste de la tasa que permitiera llegar a un nivel de contractividad suficiente para mantenerla por el tiempo necesario para evaluar el impacto de los cambios en el escenario macroeconómico y asegurar el logro de la meta de inflación en el horizonte de dos años. El Consejo discutió dos opciones, aumentar la TPM en 25 o en 50pb.

A juicio de los Consejeros, la opción de aumentar la TPM en 25pb daba más espacio para evaluar la evolución del escenario macroeconómico, particularmente por los desarrollos del escenario externo y su impacto en la actividad y las presiones de inflacionarias de mediano plazo. También podía evaluarse positivamente si la ponderación de los riegos externos era muy elevada. En contraposición, adoptar esta opción podía dar una señal errónea respecto de la lectura que el Consejo estaba haciendo sobre los riesgos para la inflación, en particular respecto de la persistencia inflacionaria.

Sobre la opción de aumentar la TPM en 50pb, hubo acuerdo entre los Consejeros que adoptar una decisión como esta situaba la TPM en el nivel necesario para asegurar la convergencia de la inflación a 3%, dado el actual entorno macroeconómico. Al mismo tiempo, permitía dar una señal coherente con la preocupación del Consejo por la persistencia inflacionaria y reducir los riesgos asociados a cambios significativos en el escenario externo. También favorecía a esta opción el que hacía más fácil dar un sesgo claramente neutro a los próximos movimientos de la tasa, y permitía enfatizar que permanecería en ese nivel por el tiempo necesario para asegurar la convergencia de la inflación a la 3% en dos años plazo.

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 50pb, hasta 11,25%.

MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA OCTUBRE 2022