

GRUPO DE POLÍTICA MONETARIA

Comunicado martes 3 de mayo de 2022



**EUGENIA ANDREASEN, CARLOS BUDNEVICH, TOMÁS IZQUIERDO,
GUILLERMO LE FORT Y JUAN PABLO MEDINA**

La situación macroeconómica en Chile continúa viéndose afectada por un proceso inflacionario que gana fuerza a pesar de la desaceleración de la actividad económica y por una gran incertidumbre originada por factores tanto internos como externos. A nivel internacional, el conflicto bélico en Ucrania y los nuevos brotes de Covid-19 en China han reducido las perspectivas de crecimiento globales mientras que los principales bancos centrales han comenzado un proceso de endurecimiento de la política monetaria en respuesta a una ola de alzas de precios que no se habían observado en décadas. A nivel local, se mantienen las presiones inflacionarias y las expectativas se desanclan a la vez que factores como la convención constituyente y las potenciales demandas sociales fruto de la reducción del poder adquisitivo continúan incrementando la incertidumbre. En este contexto, el GPM recomienda aumentar la Tasa de Política Monetaria en 150 puntos base de modo de situarla en 8,5 por ciento.

En los últimos meses las principales economías han sido sorprendidas con incrementos de precios muy por encima de los valores esperados. La inflación interanual ha alcanzado el 8,5% en Estados Unidos y 7,5% en la Unión Europea. Estas históricas alzas de precios han sido resultado de una recuperación muy acelerada de la demanda, impulsada por políticas fiscales y monetarias expansivas, en un contexto de oferta restringida como consecuencia de que las cadenas de suministro aún se encuentran en proceso de recuperación.

El proceso inflacionario global también se ha visto exacerbado por las consecuencias del conflicto bélico en Ucrania. En particular, el precio del petróleo se ha incrementado significativamente en las primeras semanas luego del inicio del conflicto, si bien luego se ha corregido parcialmente a la baja en respuesta a la liberalización de importantes reservas estratégicas por parte de EE. UU. y la Unión Europea. Los precios de los alimentos, principalmente los cereales, también han sido muy afectados debido a la relevancia de Rusia y Ucrania en la producción mundial. Los mercados internacionales por su parte han estado sujetos a una elevada volatilidad como consecuencia del conflicto y de las sanciones impuestas a Rusia.

Si bien la pandemia se encuentra en una fase de retroceso con caída de contagios a nivel global y reducciones de las restricciones, el nuevo brote en China, junto con las estrictas medidas de confinamiento impuestas por el gobierno, han encendido nuevamente las alarmas. Existe una amenaza latente de que estos confinamientos generen nuevos cuellos de botella en los canales de distribución, en un escenario en el que todavía no se encuentran completamente recuperados después de la pandemia, lo que resultaría en presiones de costo adicionales. En las últimas semanas,

las extensiones del confinamiento en Shanghai y el inicio de un proceso de cuarentenas en Beijing han afectado significativamente los resultados de las bolsas internacionales.

Como resultado de este complejo escenario, las proyecciones de crecimiento a nivel internacional se han corregido a la baja, desde un 6% a principio de año al rango entre 3,6% al 4%, y los principales Bancos Centrales han comenzado su proceso de normalización monetaria. La Reserva Federal inició su proceso de alza de tasa de interés en marzo pasado en un contexto de cambio de proyecciones y de cambio de mensaje hacia una postura más agresiva, esperando que se llegue a una tasa en un rango de 2%-2,5% hacia finales del año. Por su parte, el Banco Central Europeo anunció que dará fin a su programa de compra de activos en el tercer trimestre y se espera que luego de eso comience a implementar incrementos en su tasa de política. Las mayores tasas de interés junto con las reducciones en las hojas de balance seguramente generarán mayores restricciones sobre las condiciones financieras con efectos sobre los precios de activos y las tasas de interés de largo plazo.

En Chile, el escenario local se ha visto afectado por los desarrollos globales y también por factores puramente locales. La inflación ha sorprendido en marzo con un Índice de Precios al Consumidor (IPC) que anotó un incremento mensual de 1,9%, muy por encima de los valores esperados por el mercado, lo que se traduce en una variación acumulada en doce meses de 9,4%. La inflación subyacente (IPC sin alimentos y combustibles) tuvo un aumento más acotado (1,2% mensual) pero de todas maneras significativo. La sorpresa por el IPC de marzo generó una actualización al alza de las estimaciones de inflación que se espera que supere el 10% a mediados de año para recién comenzar a retroceder en el tercer trimestre. Entre las divisiones con alzas en sus precios destacaron alimentos y bebidas no alcohólicas (3,9%) y educación (6,6%). Si bien el alza de precios en Chile de los últimos trimestres ha respondido principalmente al excesivo incremento del gasto, en el salto inesperado del IPC en marzo resalta el shock a los precios de las materias primas provocada por el conflicto bélico.

En términos de la actividad económica, el Imacec de marzo sorprendió con un incremento de 7.2% interanual luego de haber registrado un incremento de 6,8 % interanual en febrero. Si bien estos registros dan cuenta de la pérdida de impulso de la economía que se observa desde fines de 2021, continúa generando preocupación la capacidad de la demanda para crecer por sobre la capacidad productiva de la economía. De hecho, el proceso de desaceleración refleja en parte las limitaciones de capacidad de la economía además de que resulta necesaria desde el punto de vista de los equilibrios macroeconómicos. Es de esperar que el ajuste de la economía se intensifique en la segunda parte del año, como lo reflejan las estimaciones de crecimiento que han continuado corrigiéndose a la baja con un crecimiento esperado en torno al 1,5%-2% para 2022 y 1%-1,5% para 2023. De materializarse, este escenario de ajuste ayudaría a reducir, al menos parcialmente, las presiones sobre los precios.

El tipo de cambio ha mantenido una elevada volatilidad en los últimos meses. Si bien presentó una tendencia hacia la apreciación del peso chileno hacia finales de marzo, explicada principalmente por los elevados precios del cobre y las mayores tasas de interés locales, la tendencia se revirtió desde comienzos de abril. Las últimas semanas se vieron caracterizadas por un proceso de depreciación en parte explicada por la discusión de un potencial quinto retiro (que eventualmente fue rechazado) y el fortalecimiento del dólar a nivel global, iniciado por la postura más agresiva adoptada por la FED. Asimismo, la tendencia a la depreciación se vio retroalimentada por el avance de los contagios en China que ha debilitado significativamente el precio del cobre. La depreciación del peso ha

generado nuevas presiones sobre la inflación al afectar el precio de los bienes y servicios importados.

En términos fiscales, el gobierno ha anunciado una serie de medidas orientadas a compensar las pérdidas de poder adquisitivo generados por la inflación, apoyar la reincorporación al mercado laboral de los sectores más rezagados y avanzar con el incremento del salario mínimo. Algunas de las medidas específicas anunciadas incluyen la extensión de IFE laboral hasta septiembre, con foco en el empleo femenino, el reajuste gradual del sueldo mínimo hasta 400.000 CLP con compensación transitoria a las micro, pequeñas y medianas empresas (con el objetivo de suavizar la absorción del incremento real del ingreso mínimo mensual) y compensaciones a familias de menores ingresos para mitigar el impacto de la inflación. Las medidas anunciadas se han mantenido dentro de los recursos presupuestarios disponibles aprobados en el Congreso para el 2022 por lo que no afectarían el proceso de consolidación fiscal. A mediano plazo, existe un riesgo latente por mayores demandas de gasto por la larga lista de demandas sociales en términos salud, educación, etc., y para compensar nuevas pérdidas de poder adquisitivo generados por la inflación. En este sentido, resulta clave que los potenciales nuevos apoyos continúen realizándose dentro de los recursos acordados en el presupuesto y que el gobierno mantenga su compromiso con la consolidación fiscal.

Como consecuencia de este escenario macroeconómico, las expectativas de inflación continúan estando desancladas con respecto al objetivo del 3% a dos años del Banco Central, con una variación del IPC esperada en torno al 4,3% a dos años (y de 6,9% a un año). Estas expectativas se explican por una combinación de varios factores. En primer lugar, en el mediano plazo podrían materializarse nuevas disrupciones en las cadenas de suministro e incrementos en los precios de la energía y de las materias primas como consecuencia de la guerra en Ucrania y los confinamientos en China. En segundo lugar, un eventual endurecimiento de la tasa de la FED hacia niveles por encima de su neutralidad podría tener un impacto muy fuerte en la depreciación del peso y en la inflación local.

Desde el punto de vista de las presiones locales, si bien fue una buena noticia que no se hayan aprobado ninguna de las dos versiones del quinto retiro, la demanda continúa elevada. Además, podrían materializarse mayores demandas de apoyo social para compensar las pérdidas de poder adquisitivo generados por la inflación y las demandas sociales pendientes. Finalmente, diversos procesos de indexación de precios están generando efectos de segunda ola significativos y que podrían intensificarse. La credibilidad del mercado en términos de la capacidad del Banco Central de estabilizar la inflación en torno a la meta en el mediano plazo también es un determinante relevante y que se ve afectado negativamente a medida que la inflación se ha hecho más persistente y existe un mayor riesgo de efectos de segunda vuelta más intensos. Contrarrestando estos procesos, la desaceleración de la economía implicaría un freno natural para el fenómeno inflacionario.

En este contexto con importantes incrementos de inflación efectiva y esperada y con riesgos latentes a nivel local e internacional, el grupo de política monetaria recomienda subir la TPM en 150 puntos base de modo de situarla en 8,5 por ciento.