

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Octubre 2023





REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 301, celebrada el 25 y 26 de octubre 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 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 y Datos, 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 Bertinato; 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; la Gerente de Comunicaciones, doña Silvana Celedón Porzio; 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 ámbito externo, la principal noticia había sido el estrechamiento y volatilidad de las condiciones financieras globales. Esto estaba asociado, entre otros factores, al dinámico desempeño de la economía de EE.UU.—con sus consecuencias para la evolución futura de su inflación— y un escenario de incipientes dudas sobre la evolución fiscal en esa economía. Se había sumado la incertidumbre vinculada a las condiciones geopolíticas. Esto se diferenciaba de lo que ocurría en el resto del mundo, donde un grupo importante de economías mantenía un débil desempeño, tanto efectivo como esperado, entre ellas China.

En este contexto, las tasas de interés de largo plazo estadounidenses habían aumentado significativamente, lo que se había transmitido al resto de las economías. De hecho, las tasas a 10 años del Tesoro estadounidense habían subido cerca de 70 puntos base (pb) desde la última Reunión, alcanzando máximos no vistos en más de una década. Este incremento se explicaba, en buena medida, por una descompresión de los premios por plazo, asociada, en parte, a una revaluación del mercado sobre las perspectivas fiscales de EE.UU.



Además, la Reserva Federal (Fed) había reforzado el mensaje de una restricción monetaria prolongada, y no descartaba nuevas alzas de la tasa de fondos federales. Las perspectivas para la política monetaria en las economías desarrolladas y emergentes también se habían vuelto más restrictivas. Este conjunto de factores había llevado a una apreciación global del dólar y a una corrección negativa de los mercados bursátiles.

Los precios de las materias primas habían evolucionado de forma mixta. La reciente escalada de los riesgos geopolíticos globales, junto con los anuncios de recortes de producción de la OPEP+, había incidido en una mayor volatilidad del precio del petróleo, que se ubicaba en torno a US\$87 el barril en los días previos a la Reunión (promedio Brent-WTI). El precio del cobre había bajado a US\$3,6 la libra, en línea con la apreciación global del dólar. Los precios de los alimentos habían continuado su tendencia a la baja, aunque el aumento de ciertos costos de producción y los efectos del fenómeno de El Niño conllevaban riesgos al alza.

Escenario nacional

La inflación había continuado descendiendo. Respecto de lo previsto en el último Informe de Política Monetaria (IPoM), se observaba una caída más rápida en la parte subyacente —sin volátiles—, en particular en su componente de bienes. Esto era compensado parcialmente por una inflación de los ítems volátiles, que había sorprendido al alza de manera leve. En septiembre, el IPC total y subyacente habían alcanzado variaciones anuales de 5,1 y 6,6%, respectivamente. En cuanto a las expectativas de inflación a dos años plazo, tanto la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) como la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) se mantenían en 3%.

La actividad seguía evolucionando en torno a lo proyectado en el escenario central del IPoM de septiembre. En agosto, el Imacec desestacionalizado total y no minero habían caído mes a mes, lo que se explicaba por factores puntuales que habían afectado a los rubros de servicios de educación. Por el lado de la demanda, datos de ventas del comercio minorista, de importaciones de bienes de capital y de la construcción, entre otros, volvían a dar cuenta de un bajo dinamismo del consumo y de la inversión. De todos modos, algunos indicadores asociados a esta última habían tenido un desempeño algo mejor que lo previsto.

El mercado laboral había continuado debilitándose, en línea con la evolución del ciclo económico. La tasa de desempleo había subido hasta 9% en el trimestre móvil finalizado en agosto. El crecimiento de los salarios reales se mantenía en torno a 2,5% anual. Todo lo anterior ocurría en un contexto en que la confianza de los hogares y las empresas permanecía en terreno pesimista.

El mercado financiero nacional había reaccionado a los movimientos de sus contrapartes a nivel global. Las tasas de interés de largo plazo en el segmento de renta fija habían aumentado, mientras que el IPSA acumulaba pérdidas. El peso se había depreciado en torno a 9% respecto de la Reunión previa. En cuanto al crédito, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre reflejaba una demanda crediticia que continuaba deteriorándose en algunos segmentos, lo que era coherente con la desaceleración de los flujos de colocaciones en varias carteras, en especial a empresas. Las condiciones de oferta no mostraban mayores



variaciones, según la ECB. Las tasas de interés comerciales —más relacionadas con las decisiones de política monetaria— exhibían descensos, mientras que las de vivienda —vinculadas a las tasas de largo plazo— iban en aumento.

Para esta Reunión, tanto la mediana de la EEE como de la EOF esperaban una reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 75pb. Las expectativas de TPM para fines de este año se ubicaban en 8% en la EEE y en 8,25% en la EOF. Esta última cifra también era la que anticipaban los precios de activos financieros.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

En el plano local, se resaltó que el conjunto de antecedentes disponibles daba cuenta de un escenario macroeconómico que evolucionaba en torno a lo previsto. En la actividad, se observaban desviaciones puntuales y transitorias, mientras que los sectores más relacionados con el consumo seguían entregando señales de estabilización. En paralelo, el IPC acumulaba un incremento algo menor que el esperado, principalmente en el componente de bienes no volátiles. Esta diferencia podía vincularse con la apreciación cambiaria de trimestres previos, cuyos efectos aún predominaban por sobre los de la depreciación más reciente. Sin embargo, era esperable que estas tendencias cambiarían en los meses siguientes.

Hubo coincidencia en que la noticia más relevante en el ámbito económico era el estrechamiento de las condiciones financieras internacionales. Se discutió acerca de los impactos que esta situación tendría en la economía chilena. Se indicó que, entre otros factores, ello dependería de la persistencia y la posible intensificación de estos fenómenos, lo que, a su vez, se relacionaba con su origen. Respecto de esto último se mencionaron algunas hipótesis. Una de ellas era el impacto de un problema inflacionario más complejo en EE.UU., donde podían mezclarse temas de política monetaria y fiscal. Cualquiera fuera el caso, eran de esperar tasas de interés reales y premios por inflación mayores, ambos fenómenos que, en mayor o menor medida, se estaban observando en los datos. Otra hipótesis para explicar el alza de las tasas reales era la descompresión de los premios por plazo. Existía amplia evidencia de que una combinación de factores regulatorios, económicos y financieros había provocado que, a partir de la Crisis Financiera Global, la demanda por papeles de gobierno aumentara. Por esta razón, los inversionistas estaban dispuestos a pagar un premio mayor que lo usual por mantener estos instrumentos, lo que había hecho que las tasas bajaran fuertemente en EE.UU. La duda era si este fenómeno estaba reduciéndose y, con ello, empujando el aumento de las tasas de largo plazo. Una tercera hipótesis apuntaba a factores más profundos, relacionados con el equilibrio ahorro-inversión a nivel global, lo que podría estar afectando los niveles neutrales o más estructurales de las tasas de largo plazo.

Hubo acuerdo en que cada una de estas hipótesis tenía consecuencias distintas para el escenario macroeconómico global y para Chile en particular, por lo que su relevancia y efectos debían ser analizados cuidadosamente. De cualquier forma, parecía razonable pensar que las tasas de interés de largo plazo



se mantendrían en niveles mayores por un período extenso. En ese contexto, todo parecía indicar que las condiciones financieras para Chile iban a permanecer estresadas por un tiempo prolongado y que los riesgos de disrupciones en los mercados financieros globales también serían mayores que lo habitual.

Se destacó el impacto que los fenómenos externos estaban teniendo en el mercado financiero nacional. Entre otros, se resaltó el aumento en el costo de financiamiento de mediano y largo plazo para todo tipo de agentes, la caída de la bolsa y la depreciación del peso. Sobre esto último, se mencionó que el aumento de la paridad peso/dólar superaba a lo que se observaba en otras economías comparables, sin que existiera una hipótesis única sobre las razones de esta mayor reacción del peso chileno. Se mencionó que podía haber factores de riesgo, asociados a las trayectorias previstas para la política monetaria en Chile y EE.UU. y la menor presencia de algunos actores relevantes en el mercado cambiario. Por otro lado, se indicó que no había evidencia de que el programa de reposición de reservas y el proceso de reducción de la posición NDF estuviesen afectando el valor del tipo de cambio de manera relevante, aunque, dadas las volátiles condiciones externas, se indicó que no podía descartarse algún efecto en el funcionamiento del mercado cambiario. En ese contexto, sería aconsejable una actitud precautoria. Respecto de las consideraciones financieras de la depreciación del peso, se destacó que la información disponible mostraba que los descalces cambiarios estaban siendo manejados adecuadamente por los actores privados.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros recordaron que la estrategia de política monetaria definida en la Reunión anterior señalaba que: (i) de irse dando el escenario central, en el corto plazo la TPM continuaría bajando; (ii) 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; (iii) el Consejo actuaría con flexibilidad en caso de que las condiciones macroeconómicas así lo requirieran. En este contexto, el Consejo evaluó reducir la TPM en 50pb o en 75pb.

Todos los Consejeros coincidieron en que el escenario local de actividad e inflación tenía pocos cambios respecto de lo previsto, aunque el componente no volátil había bajado algo más rápido que lo proyectado. En cuanto a los desarrollos externos, en lo inmediato, era de esperar un impacto inflacionario por el alza de algunos *commodities* y el mayor tipo de cambio. Sin embargo, de persistir la estrechez de las condiciones financieras externas, los efectos de mediano plazo para la actividad y la inflación serían negativos.

Hubo coincidencia en que el comportamiento reciente del tipo de cambio, marcado por una mayor sensibilidad a las noticias y una mayor volatilidad, era reflejo de varios elementos. Por una parte, Chile iba más adelantado que otras economías en el proceso de convergencia inflacionaria y, consecuentemente, las perspectivas eran que se seguiría con el proceso de reducción de tasas. Se sumaba que la Fed había incrementado su tono *hawkish*. Este cambio en el diferencial de tasas estaba generando incertidumbre en



un mercado donde algunos inversionistas de mediano y largo plazo estaban menos presentes. Todo esto se reflejaba en un incremento del premio cambiario y de la sensibilidad del tipo de cambio. En ese contexto, un grado adicional de prudencia podía ayudar a reducir la posibilidad de enfrentar tensiones financieras de corto plazo.

De todos modos, el Consejo consideró que era fundamental tener mayor claridad sobre la evolución de los desarrollos macrofinancieros recientes, profundizar en los factores subyacentes de la inflación y su persistencia, así como en su posible impacto contractivo. Hubo acuerdo entre los Consejeros en que en este momento era complejo evaluar el balance de estos impactos, precisamente porque estaban en desarrollo y eran acompañados de una volatilidad mayor que la habitual.

En este contexto, y con una inflación que aún no completaba su proceso de convergencia, todos los Consejeros coincidieron en que era necesario continuar con el ciclo de recortes de la TPM, aunque en esta oportunidad era aconsejable hacerlo a una velocidad algo menor, la que era bien representada por una reducción de 50pb. Hubo consenso en que el IPoM de diciembre, donde se revisaría el escenario macroeconómico completo, sería la ocasión propicia para dar los lineamientos de cómo proseguiría el proceso de reducción de la TPM.

Por último, el Consejo enfatizó que el objetivo de la política monetaria era la inflación y su instrumento, la TPM. Se reiteró que eso no significaba que el tipo de cambio no tuviera un rol importante en el marco de metas de inflación, pues era un precio relevante en la economía, cuyos movimientos podían tener efectos significativos y, además, entregaba información valiosa sobre lo que ocurría en el escenario macroeconómico y financiero. Se añadió que, en ningún caso, ello implicaba que la política monetaria o la política de acumulación de reservas buscaran un nivel de tipo de cambio. Más allá de que en algunas ocasiones muy especiales se habían implementado medidas de intervención cambiaria masivas, este no era el caso actual.

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 50 puntos base, hasta 9%.

