

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

MAYO 2024





REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 305, celebrada el 22 y 23 de mayo de 2024.

Asisten la Presidenta doña Rosanna Costa Costa, la Vicepresidenta doña Stepanka Novy Kafka y los Consejeros don Alberto Naudon Dell’Oro, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes y don Claudio Soto Gamboa.

Asiste también el Ministro de Hacienda, don Mario Marcel Cullell.

Asisten también el Gerente General, don Luis Óscar Herrera Barriga; 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 Análisis Macroeconómico, don Markus Kirchner; el Gerente de Estrategia y Comunicación de Política Monetaria, don Enrique Orellana Cifuentes; la Gerente de Estudios Económicos, doña Sofía Bauducco; el Gerente de Análisis Internacional, don Guillermo Carlomagno; el Gerente de Operaciones de Mercado, don Felipe Musa Silva; el Gerente de Estabilidad Financiera, don Miguel Fuentes Díaz; el Jefe del Departamento de Análisis de Información Masiva, don David Kohn; 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 inflación mundial había seguido disminuyendo, aunque a un ritmo más moderado, debido a la elevada persistencia de los componentes de servicios. En Estados Unidos de América, tras sucesivas sorpresas al alza en la inflación durante el primer trimestre del año, el dato de abril había mostrado una desaceleración del componente subyacente. En la Eurozona, la inflación continuaba moderándose, favorecida principalmente por los bienes, y mantenía un lento ritmo de convergencia a la meta. En América Latina, la inflación total y subyacente, en general, había seguido cayendo, aunque su descenso se había ralentizado a causa de cierta reversión en los precios de la energía y por la estabilización de la inflación de bienes. Esto, en medio de expectativas de inflación que seguían por sobre la meta en varias economías de la región, con la excepción de Chile.

Lo anterior ocurría en un escenario en que la actividad económica y sus perspectivas se habían mantenido acotadas, más allá de algunas señales de repunte a principios de este año. En China, la actividad del primer trimestre de 2024 se había acelerado, con una inversión que continuaba con una marcada heterogeneidad entre el deteriorado sector residencial y los avances exhibidos por el resto de los sectores, mientras el consumo seguía débil. Las expectativas para el resto del año para la economía china no habían cambiado mayormente



respecto de lo previsto en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo. En la Eurozona, la actividad había mostrado signos de repunte, de la mano del sector de servicios, en tanto que el sector manufacturero continuaba rezagado. Estados Unidos de América seguía siendo la excepción, con una economía que permanecía resiliente, favorecida por el dinamismo de la demanda interna, vinculado principalmente al consumo de servicios. Esto, en medio de un mercado laboral que siguió sólido durante el primer trimestre, con una creación de empleos que, tras varios meses sorprendiendo al alza al mercado, había dado señales de moderación en abril.

En este escenario, las dudas en torno al inicio de los recortes de tasas por parte de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos de América seguían siendo el principal factor detrás de los movimientos de los mercados financieros globales. Las sorpresas al alza en inflación, actividad y mercado laboral en esa economía habían llevado al mercado a reevaluar sus perspectivas sobre la política monetaria, contemplando menos recortes de tasas para este año respecto de lo previsto en marzo. En comparación con la Reunión de abril, las tasas de interés de largo plazo y las bolsas habían aumentado de forma moderada en varias economías. El dólar global, aunque con vaivenes, se encontraba en niveles similares.

En cuanto a las materias primas, destacaba el importante incremento del precio del cobre, que se ubicaba en torno a US\$4,9 la libra (+22% desde la Reunión de abril). Esta evolución habría estado vinculada a varias noticias relacionadas con restricciones de oferta, que contrastaban con una demanda que se mantenía elevada como consecuencia del uso del cobre en el marco de la transición energética. El precio del barril de petróleo cotizaba alrededor de US\$81 (promedio WTI-Brent), lo que representaba una caída del orden de 6% desde la Reunión de abril, asociada a una relativa estabilización de los conflictos geopolíticos y a una debilidad de la demanda por gasolina en Estados Unidos de América. Los precios de los cereales habían aumentado, en parte importante por fenómenos climáticos que afectaban las perspectivas de oferta.

Escenario nacional

En el agregado, la inflación de marzo y abril había estado en línea con lo previsto en el IPoM de marzo. De este modo, la variación anual del IPC —serie referencial empalmada— se ubicaba en 3,5% tanto para la inflación total como subyacente —IPC sin volátiles. 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 encontraban en 3%.

Las Cuentas Nacionales del primer trimestre mostraban que, en líneas generales, la economía había evolucionado acorde con lo proyectado en el IPoM de marzo. Descontada la estacionalidad, el PIB había crecido 1,9% respecto del trimestre previo, resultado en el que habían tenido una incidencia relevante la minería, el comercio y algunas actividades de servicios. En términos anuales, la variación del PIB alcanzaba a 2,3%. Por el lado de la demanda, el consumo había vuelto a aumentar trimestre a trimestre. La formación bruta de capital fijo mostraba una variación casi nula. El mercado laboral mantenía coherencia con la trayectoria del ciclo, con una tasa de desempleo que se ubicaba en 8,7% en el trimestre móvil finalizado en marzo, en medio de una fuerza de trabajo que continuaba expandiéndose. Los salarios mantenían su senda de recuperación. Las expectativas de las empresas (IMCE) y los hogares (IPEC) seguían en niveles pesimistas, más allá de que en el margen habían mostrado cambios en direcciones opuestas.



En el mercado financiero chileno, tanto las tasas de interés de largo plazo como la bolsa habían mostrado movimientos acordes con los de sus pares externos. El peso, en cambio, había exhibido una apreciación mayor que la de otras monedas comparables y se había fortalecido alrededor de 8% respecto del dólar. Esta evolución había sido explicada, entre otras razones, por el alza del precio del cobre.

En cuanto al crédito, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del primer trimestre de 2024 reportaba que las condiciones crediticias ofrecidas por los bancos no mostraban cambios significativos respecto del trimestre previo, mientras que la demanda de crédito se percibía más débil. En ese contexto, las colocaciones reales de consumo y comerciales registraban variaciones anuales de -1,3% y -3,7% en abril, respectivamente. Las colocaciones del segmento de vivienda exhibían un crecimiento acotado, alcanzando a 2,6% real anual durante el mismo mes. Las tasas de interés de las colocaciones, especialmente de corto plazo, continuaban reflejando la transmisión de las bajas de la Tasa de Política Monetaria (TPM), aunque a ritmos distintos. Las hipotecarias, más vinculadas a las tasas de largo plazo, seguían elevadas. En tanto, la morosidad se mantenía elevada en todas las carteras.

Tanto la EEE como la EOF y las perspectivas implícitas en los precios de activos financieros contemplaban para esta Reunión una reducción de la TPM de 50 puntos base (pb). Por otro lado, mientras las EEE anticipaba que a un año plazo la TPM se ubicaría en 4,5%, la EOF y la curva *forward* la situaban en 4,75%.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Se mencionó que el escenario internacional había evolucionado relativamente en línea con lo estimado en el último IPoM. La mayor novedad era el fuerte incremento del precio del cobre, que había llegado a cotizarse por sobre US\$5 la libra, pero que en los días recientes había mostrado un cierto descenso. Se hizo presente que dicho aumento podría conllevar revisiones en el impulso externo para la economía chilena. Esta evaluación, sin embargo, requería un análisis cuidadoso del grado de persistencia de este *shock* y también de los mecanismos de transmisión hacia la economía local. En el corto plazo, el menor tipo de cambio reduciría las presiones inflacionarias. A mediano plazo, esto podría más que compensarse por un mayor dinamismo de la actividad. Con todo, también se debía ser cuidadoso en la evaluación de las respuestas de la economía, pues estas podrían ser distintas de las observadas en el pasado, particularmente en el superciclo de materias primas de inicio de la década de 2010.

Se destacó que, además del eventual impacto del mayor precio del cobre, había otros elementos que se debía evaluar para efectos de estimar correctamente las presiones inflacionarias que enfrentaría la economía en los próximos dos años. Por un lado, estaba la dinámica de la inversión y el crédito. Ambos mostraban una evolución acorde con lo previsto, pero su desempeño debía seguirse con atención. Se mencionó que el primer informe técnico de la Comisión Nacional de Energía, que implementaba la ley de estabilización de las tarifas eléctricas publicada a fines de abril, se conocería casi al mismo tiempo en que se desarrollaba esta Reunión. Antecedentes preliminares no descartaron la posibilidad de varios incrementos en las tarifas, que serían mayores que los considerados en el escenario central actual, por lo que sus implicancias era un tema que debía evaluarse cuidadosamente en el próximo IPoM.



Se discutió acerca de la estructura de tasas de interés que prevalecía en el mercado y si ella era coherente con el impulso monetario que requería la economía. Al momento de la Reunión, la curva de mercado indicaba una secuencia de recortes acotados, que ubicaría la TPM en 5% a fines de 2024, para luego quedarse en 4,75% durante todo el horizonte de política. En términos reales, esto implicaba una tasa por sobre el techo del actual rango de estimación de la TPM neutral, situación que era necesario analizar. Se mencionaron diversos motivos por los cuales esto podría estar ocurriendo, entre ellos una evaluación distinta del nivel neutral de la TPM y la trayectoria prevista para la política monetaria de la Fed.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que los antecedentes acumulados desde la última Reunión indicaban que la TPM debía seguir reduciéndose. El escenario macroeconómico evolucionaba en línea con lo previsto en el IPoM de marzo, lo que mantenía vigente la estrategia de política monetaria comunicada en esa oportunidad. En este escenario, todos los Consejeros consideraron plausibles las opciones de recortar la TPM en 50 o 75pb.

Hubo acuerdo entre los Consejeros en que ambas opciones cumplían con la necesidad de seguir disminuyendo la TPM, reflejando el avance de la economía en la resolución de los significativos desequilibrios macroeconómicos y el proceso de convergencia inflacionaria. No obstante, dada su coherencia con el escenario central de marzo, la opción de recortar la TPM en 50pb dominaba claramente al contrastar ambas alternativas.

Además, la opción de bajar 50pb tenía como gran ventaja que era ampliamente esperada, por lo que no provocaría cambios significativos en los precios de mercado. Se hizo presente que tomar esta decisión no significaba que el Consejo siguiera lo que el mercado señalaba. Muy por el contrario, habían sido las expectativas de mercado las que se habían ajustado al mensaje que el Consejo comunicó en el IPoM de marzo, con un corredor de TPM que contenía una reducción de esta magnitud en el escenario central. De este modo, recortar la TPM en 50pb solo reforzaba el mensaje previamente entregado y que el mercado había adoptado como propio tras la publicación del Informe.

4. Decisión de política monetaria

La Presidenta señora Costa, la Vicepresidenta señora Novy y los Consejeros señor Naudon, señor Céspedes y señor Soto votaron por reducir la TPM en 50 puntos base, hasta 6%.



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA MAYO 2024