

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

ABRIL 2024





REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 304, celebrada el 2 de abril 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 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; 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; la Gerente de Comunicaciones, doña Silvana Celedón Porzio; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Andrés Sansone Alvo; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

La inflación había tenido un rápido descenso y se ubicaba más cerca del 3%. Esto se había dado en medio de un ajuste del gasto interno y de la reducción de la brecha de actividad, lo que había contribuido a resolver los grandes desequilibrios macroeconómicos de años previos. En este contexto, las expectativas de inflación a dos años plazo se mantenían en 3% desde hace varios trimestres.

Los datos de inicios de año mostraban algún aumento de la inflación anual. Los IPC de enero y febrero habían tenido variaciones mensuales elevadas y por sobre lo previsto. Entre otros factores, esto había respondido a la depreciación del tipo de cambio, alzas de precios externos y reajustes de algunos precios locales. Además, se daban en un contexto donde la inflación mensual había exhibido mayor volatilidad en los últimos meses.

El comportamiento reciente de la inflación se daba en un escenario donde a inicios de año tanto el componente minero como no minero del Imacec habían registrado un resultado algo mejor que el previsto. En ello se combinaban varios elementos: una demanda externa más elevada, factores de oferta y signos



de un mayor impulso local. Dada la transitoriedad de algunos de estos factores, se anticipaban menores velocidades de expansión en los próximos meses, en línea con las consideradas en el Informe de Política Monetaria (IPoM) previo.

Por su lado, en la segunda mitad de 2023, la demanda final había resultado algo más débil que lo proyectado, en particular en sus componentes transables. Las Cuentas Nacionales de 2023 mostraban que la serie desestacionalizada del consumo de los hogares había tenido caídas hasta el tercer trimestre, con una tenue recuperación hacia fines de año. La formación bruta de capital fijo (FBCF) exhibía una fuerte reducción en el último trimestre del año pasado, particularmente en maquinaria y equipos.

En el escenario externo, la inflación mundial había seguido cediendo, aunque existían algunos riesgos por la reversión de factores de costos y la persistencia de altos registros en los ítems de servicios. Las dudas recaían especialmente en EE.UU., donde destacaba la resiliencia de la economía, apoyada por el dinamismo del mercado laboral y del consumo privado. El mayor dinamismo de la economía, junto con registros de inflación recientes algo mayores que lo previsto, habían motivado la visión por parte de la Reserva Federal y del mercado de que los recortes de la tasa de interés se aplazarían a la segunda parte del año.

La postergación de la baja de tasas en EE.UU. y el proceso más lento de reducción en otros bancos centrales habían influido en el diferencial de tasas de Chile con otras economías. Ello, en conjunto con la evolución de sus otros determinantes, estaba detrás de la significativa depreciación del peso, dando cuenta de una sensibilidad mayor que la usual.

Estos factores, más el alza reciente de algunos precios internacionales, harían subir la inflación anual en 2024. Se preveía que esta convergerá a la meta de 3% dentro del horizonte de política monetaria de dos años, lo que consideraba la transitoriedad de los elementos antes mencionados, una economía que crecería a tasas de expansión coherentes con su tendencia y una disminución gradual del tipo de cambio real (TCR). Respecto de la actividad, para este año, el escenario central del IPoM esperaba un crecimiento del PIB de entre 2 y 3%, rango que se ubica entre 1,5 y 2,5% para 2025 y 2026.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Se resaltó que la actividad y la demanda interna daban cuenta de una economía que había resuelto los significativos desequilibrios de años previos y que fueron la principal causa de la elevada inflación observada en años anteriores. Los datos más recientes reflejaban una actividad algo más dinámica; no obstante, era difícil derivar de allí algún cambio en las presiones inflacionarias. En parte, porque una porción relevante de las sorpresas de actividad podía ser transitoria; también, porque algunos sectores de la demanda interna se veían más débiles. De hecho, la evaluación del estado de las brechas mostraba que estas eran mayores en los sectores ligados al consumo de bienes.



También se destacó que, pese a la transitoriedad de algunos elementos, los datos de inicios de año permitían proyectar un crecimiento de la actividad algo mayor en 2024, como se reflejaba en el rango de crecimiento del escenario central del IPoM. Además, pese a la debilidad de la demanda interna en la última parte de 2023, en lo más reciente el conjunto de datos del mercado laboral, crédito y expectativas, entre otros, anticipaba una continuación del crecimiento moderado del consumo y una recuperación de la inversión en la segunda parte de 2024. Esto mostraba que la posibilidad de una actividad significativamente menor que lo previsto, que terminara por empujar la inflación por debajo de la meta de 3%, era un escenario que tenía baja probabilidad de ocurrencia.

Respecto de la inflación, se destacó que varias sorpresas habían llevado a que la variación anual del IPC terminara 2023 por debajo de lo previsto en diciembre, a lo que se había sumado una reducción en sus niveles durante el año pasado producto de la nueva canasta y mejoras metodológicas en su medición. No obstante, en los dos primeros meses de 2024 se habían registrado inflaciones mensuales elevadas y por sobre lo esperado. Estos resultados se explicaban por un conjunto específico de elementos, incluida la depreciación del peso, alzas de precios externos y reajustes de algunos precios locales. En este contexto, las proyecciones para 2024 consideradas en el escenario central del IPoM aumentaban, basadas en los mayores costos externos, el alza del tipo de cambio y la inflación efectiva de inicios de año. En todo caso, la evaluación del escenario macroeconómico hacía estimar que las presiones inflacionarias que enfrentaba la economía eran menores que las de seis meses atrás. Con todo, los riesgos eran relevantes y debían analizarse cuidadosamente.

Se resaltó la evolución que había tenido el tipo de cambio en los últimos meses. Se recordó que, desde el IPoM pasado, el tipo de cambio nominal se había depreciado de manera significativa, pasando de valores en torno a \$870 a un valor en torno a \$980 en los días previos a la Reunión. Parte de esta depreciación estaba explicada por la evolución de los diferenciales de tasas de interés con EE.UU. y otras economías, lo que había agregado una presión sobre el peso mayor que la anticipada. En particular, porque los futuros para la Fed Funds Rate apuntaban a su mantención por un período más prolongado y a una reducción más gradual que lo previsto hace un tiempo, mientras que para la Tasa de Política Monetaria (TPM), aunque había tenido cambios en el intertanto, la trayectoria esperada por los precios de mercado era similar a la considerada en diciembre pasado. Se discutieron antecedentes que sugerían que la reacción del peso a estos diferenciales de tasa era mayor que en el pasado y cuáles podrían ser las potenciales razones. Se mencionó que el escenario central consideraba que, conforme las perspectivas de recortes de tasas para el resto del mundo comenzaran a consolidarse —en particular para EE.UU. y países latinoamericanos—, el TCR se apreciaría y reduciría las presiones inflacionarias sobre la economía.

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. Por un lado, más allá de la evolución reciente de la actividad, la economía aún presentaba una demanda interna débil. De hecho, se estimaba que algunos de los factores



que habían provocado un mayor crecimiento del Imacec a inicios de año tenían un carácter transitorio. Por otro lado, si bien la depreciación del peso y los *shocks* de costos globales apuntaban a mayores presiones sobre los precios, ambos factores tenderían a disiparse dentro del horizonte de política monetaria. Por lo demás, dadas las holguras en los sectores ligados al consumo de bienes, la propagación de sus efectos sobre la inflación sería moderada. Así, si bien era posible que en el corto plazo se observara un aumento de la inflación, en el mediano plazo seguían operando fuerzas que la llevarían a la meta de 3% dentro del horizonte de política de dos años.

De esta manera, la estrategia de concentrar parte relevante de las reducciones de la TPM contempladas para este año durante el primer semestre continuaba vigente. Por ello, partiendo desde niveles de la TPM que aún se encontraban por sobre lo que podrían considerarse neutrales, lo que correspondía en esta Reunión era seguir reduciéndola a un ritmo importante. En este escenario, todos los Consejeros manifestaron que las opciones de reducir la TPM en 75 o 100 puntos base (pb) eran plausibles. Un Consejero planteó que podría considerarse una reducción de 50pb si se ponderaba más el riesgo de mayores presiones inflacionarias. No obstante, descartó rápidamente esta opción, pues no había antecedentes suficientes para validarla.

Hubo acuerdo entre los Consejeros en que las opciones de reducir la TPM en 75 o 100pb parecían las más adecuadas. Ambas satisfacían la necesidad de seguir reduciendo la TPM de forma importante, reflejando de mejor forma el avance de la economía en la resolución de los significativos desequilibrios macroeconómicos y el proceso de convergencia inflacionaria. Por lo anterior, inclinarse por una u otra opción tenía connotaciones más relacionadas con elementos tácticos y de riesgo.

La opción de bajar 75pb otorgaba mayores grados de libertad en caso de que algunos supuestos del escenario central no se cumplieran según lo previsto, particularmente aquellos que consideraban que algunos de los fenómenos recientes, como el alza de las presiones de costos, tenían un carácter transitorio. También si se materializaba una recuperación de la actividad y la demanda interna más rápida que presionara al alza la inflación. Además, coincidía con lo que preveían los mercados, evitando sorpresas que pudieran afectar la correcta transmisión de la evaluación del Consejo sobre el estado de la macro y la trayectoria prevista de la inflación. Esto, en un contexto donde las expectativas de mercado para la inflación, el crecimiento y la trayectoria de la TPM durante 2024 no diferían sustancialmente del escenario central del IPoM.

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 75 puntos base, hasta 6,5%.



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA ABRIL 2024