

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

ENERO 2024





REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 303, celebrada el 30 y 31 de enero 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 el Ministro de Hacienda, don Mario Marcel Cullell.

Asisten también el Gerente General Interino, don Juan Pablo Araya Marco; el Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Mauricio Álvarez Montti; 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; la Gerente de División Asuntos Institucionales Subrogante, doña Silvana Celedón Porzio; 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 Guillermo Carlomagno Real; 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; 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 plano externo, la inflación global había seguido disminuyendo, más allá de ciertas heterogeneidades entre economías y componentes de sus canastas. En EE.UU., la inflación había mantenido una trayectoria descendente, influida principalmente por la inflación subyacente de bienes, en tanto que la de servicios se mantenía elevada. En la Eurozona, pese a un aumento de la inflación total durante diciembre, explicado principalmente por precios volátiles, los indicadores subyacentes continuaban moderándose. En América Latina, destacaba el descenso de los componentes volátiles, mientras que la reducción de la inflación subyacente se daba con algo más de rezago, dado el menor avance relativo de la inflación de servicios respecto de la de bienes. Con todo, en algunas economías de la región persistían niveles de inflación elevados.



Lo anterior ocurría en un escenario en que la actividad mundial había mantenido un dinamismo acotado y sus perspectivas seguían contenidas. En China, las cifras del cuarto trimestre de 2023 daban cuenta de una desaceleración de la economía, con expectativas de crecimiento que permanecían cautelosas para 2024. De igual forma, las perspectivas para la Eurozona continuaban poco favorables, en medio de las consecuencias de *shocks* de oferta recientes, de una demanda global débil y del impacto que seguía ejerciendo la política monetaria restrictiva sobre ciertos sectores. La excepción a la débil actividad mundial seguía siendo EE.UU., cuyas cifras habían vuelto a ser mejores que lo previsto durante el cuarto trimestre de 2023, con una demanda que se había mantenido impulsada por el consumo privado.

En este contexto, las perspectivas de mercado para la política monetaria en EE.UU. habían retrasado la primera baja de la *fed funds rate* hacia fines del primer semestre, afectando las condiciones financieras globales. Los movimientos tras la reunión del Federal Open Market Committee (FOMC) de diciembre, asociados a una percepción del mercado de una política monetaria algo menos restrictiva por parte de la Reserva Federal, habían tendido a revertirse durante las últimas semanas. Respecto de la Reunión de Política Monetaria (RPM) de diciembre, las tasas de interés de largo plazo habían mostrado aumentos moderados en algunas de las principales economías, mientras que el dólar se había fortalecido algo a nivel global y los mercados bursátiles se habían movido en general al alza.

En el mismo período, el conflicto en el Mar Rojo había ido reimpulsando los costos de transporte marítimo en algunas rutas internacionales, a la vez que había provocado algún alza en el precio del petróleo. Respecto de la RPM de diciembre, el precio del barril de petróleo había aumentado a alrededor de US\$80 (+6% desde la última Reunión para el promedio WTI-Brent). El precio del cobre, aunque con vaivenes, se ubicaba en valores en torno a US\$3,8 la libra, similar a la última Reunión.

Escenario nacional

En diciembre, la inflación total y subyacente habían anotado variaciones mensuales negativas, que estuvieron por debajo de lo esperado en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). Destacaba una diferencia importante en los componentes subyacentes de bienes y en la mayoría de los volátiles. Con esto, su variación anual había continuado disminuyendo, ubicándose en 3,9 y 5,4% anual para el IPC total y subyacente, 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) permanecían en torno a 3%.

La actividad local continuaba evolucionando en línea con lo anticipado en el IPoM de diciembre. En noviembre, el Imacec había crecido 0,3% mes a mes en su serie desestacionalizada (1,2% anual), empujado por el avance de la generalidad de los sectores económicos. Por el lado de la demanda, los indicadores ligados al consumo y la inversión se mantenían acordes con las proyecciones, sin exhibir mayores cambios.



El mercado laboral seguía mostrando coherencia con la trayectoria del ciclo económico. La tasa de desempleo había llegado a 8,5% durante el trimestre móvil terminado en diciembre, en medio de una recuperación gradual de la fuerza de trabajo. Mas allá de variaciones acotadas en el margen, las expectativas de las personas (IPEC) y de las empresas (IMCE) continuaban en terreno pesimista.

Las tendencias en los mercados financieros globales y la reducción de la inflación local más rápida que lo previsto habían tenido impacto en el mercado financiero chileno. Desde la última Reunión, las tasas de largo plazo —más sensibles a las condiciones externas— anotaban leves alzas, en tanto que las de corto plazo habían disminuido. El peso se había depreciado del orden de 6% y el IPSA no registraba cambios significativos. Por su parte, la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del cuarto trimestre de 2023 reflejaba condiciones de oferta aún restrictivas, especialmente para grandes empresas y en sectores como la construcción y el rubro inmobiliario. La demanda crediticia mostraba mejoras en la cartera de consumo, aunque se mantenía poco dinámica en otros segmentos. Las tasas de interés de las colocaciones comerciales habían seguido cayendo, mientras que las hipotecarias —de más largo plazo— continuaban altas en perspectiva histórica.

La EEE anticipaba una reducción de 75 puntos base (pb) de la Tasa de Política Monetaria (TPM) para esta Reunión, mientras que la EOF y las perspectivas implícitas en los precios de activos financieros contemplaban un recorte de 100pb. A su vez, las expectativas de TPM a un año plazo se habían reducido en ambas encuestas, situándola en 4,75% y 4,25%, respectivamente. Por su parte, la curva de mercado ubicaba a la TPM en 4,0% a diciembre de 2024.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Respecto del escenario externo, se destacó que la inflación, aunque todavía alta, seguía descendiendo en diversas economías. En cuanto a la actividad mundial, había aumentado la probabilidad de que la economía estadounidense tuviera un ajuste suave, lo que tendría implicancias para la inflación y la política monetaria de ese país. En este contexto, las condiciones financieras globales se habían vuelto algo más restrictivas, tras datos económicos que habían reducido la probabilidad de un pronto recorte de tasas por parte de la Reserva Federal. China había cerrado 2023 con una inflación negativa y una demanda débil, sobre todo en el caso del consumo. Por otra parte, las condiciones geopolíticas se habían deteriorado, lo que ya estaba afectando el costo del transporte e imponía riesgos futuros en distintos ámbitos.

En el plano local, destacaba que la actividad, en líneas gruesas, se había comportado acorde con lo anticipado en diciembre. Los datos de Imacec de noviembre mostraban el impacto de factores específicos ligados a la oferta —por ejemplo, en pesca y minería—, así como interrupciones inesperadas y transitorias de la producción en la industria. La generalidad de los sectores exhibía un comportamiento en línea con lo esperado, evidenciando la heterogeneidad que había sido la tónica de los últimos meses. Por el lado de la demanda, los indicadores ligados al consumo y la inversión no presentaban grandes cambios. El mercado



laboral exhibía un leve crecimiento del empleo, con heterogeneidad sectorial, y una masa salarial que crecía en términos reales. El Catastro de Bienes de Capital daba cuenta de un alza de los grandes proyectos para este y el próximo año, destacando los mineros. En todo caso, aún eran cifras bastante menores que las históricas y se situaban por debajo de las del año previo. Por otra parte, había riesgos asociados al desempeño de ciertas actividades de servicios empresariales y de las importaciones de bienes de capital, aunque el comportamiento de esta última variable es en general volátil.

En cuanto a las condiciones financieras locales, hubo coincidencia en que estas permanecían en niveles estrechos. Fuentes cualitativas, como la ECB y el Informe de Percepciones de Negocios, daban cuenta de tasas de interés aún elevadas —más allá de un descenso reciente en algunas carteras—, mayores exigencias de garantías y una demanda contenida. Se señaló que una mayor persistencia de condiciones financieras estrechas era un riesgo para la evolución futura de la actividad, la brecha y la inflación.

Hubo coincidencia en que la mayor novedad respecto de la Reunión anterior era la variación negativa de la inflación total y subyacente en diciembre. Si bien un dato en el margen no solía afectar demasiado la interpretación del encuadre macroeconómico por sí solo, en esta ocasión había algunas particularidades. Primero, su tamaño, que era más grande que lo normal; y, segundo, se sumaban a otras diferencias en la misma dirección en meses recientes. Ambos elementos sugerían menores presiones inflacionarias que las previstas, incluso considerando que el dato de noviembre había ido en la dirección opuesta.

En particular, se señaló que era importante entender qué significaba esta acumulación de menores registros de IPC respecto de la trayectoria futura de la inflación y de las decisiones de política monetaria. Por un lado, abría interrogantes sobre el nivel de la brecha de actividad, en un contexto en que la evolución de la actividad y la demanda no había tenido mayores cambios a lo largo de los últimos trimestres y las diferencias respecto de lo proyectado habían sido menores. Por otro, invitaba a evaluar el nivel de traspaso que estaba teniendo la depreciación del peso de los últimos meses y qué rol jugaban los precios externos, en un escenario de mayor debilidad de China. De una parte, diversas fuentes de información apuntaban a que las empresas tenían márgenes suficientes para acomodar un alza de costos importados, especialmente en un contexto de una demanda que calificaban como más baja. De otra, la inflación de bienes mostraba rápidos descensos en diversas economías, dando cuenta del mencionado factor de precios globales. Con todo, estos serían temas que deberían analizarse en profundidad en la reevaluación del escenario macroeconómico que se haría en el próximo IPoM.

Se comentó acerca de los posibles impactos que tendría el cambio de canasta que realizaría el INE en la medición del IPC. Se mencionó que era complejo anticipar cuál sería su efecto en la inflación anual, pues se conjugaban cambios en ponderadores, productos y metodologías de cálculo, lo que hacía incierto su resultado final. De hecho, en los análisis que habían realizado economistas del mercado se apreciaban diferencias significativas sobre el impacto final. Por lo mismo, y sin conocer más información que la públicamente disponible, el Consejo indicó que cualquier análisis sobre el impacto del cambio de medición del IPC se realizaría posterior a la publicación de los datos y la evaluación de sus implicancias.



3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros concordaron en que la evolución del escenario macroeconómico daba cuenta de una inflación que estaba convergiendo a la meta de 3% a una velocidad mayor que la prevista hace un tiempo. Más allá de la sorpresa de diciembre —que había sido importante—, la inflación acumulaba varios meses en que se reducía más rápido que lo esperado, en un contexto en que se estimaba que la economía ya había reducido la brecha de actividad y en que las expectativas de inflación se encontraban alineadas con la meta de 3% a dos años plazo. En este escenario, hubo acuerdo en que la TPM debería llegar a su nivel neutral durante la segunda parte de 2024. Coherente con ello, todos los Consejeros estimaron necesarios recortes de tasas más agresivos que los contemplados en el escenario central del IPoM de diciembre. Varios Consejeros consideraron las opciones de recortar la TPM en 100 y 125pb. Un Consejero estimó adecuado analizar la reducción de 150pb, aunque agregó que para aplicar un cambio de ese orden en la estrategia de política monetaria sería preferible esperar al próximo IPoM.

Todos los Consejeros coincidieron en que las opciones planteadas reflejaban la necesidad de ir reduciendo la restricción monetaria a un ritmo más rápido que el previsto hace un tiempo. Por lo mismo, las diferencias respecto de implementar una u otra pasaban más por componentes tácticos. La opción de reducir la TPM en 100pb tenía la ventaja de que no constituiría una gran sorpresa para el mercado, pero debía ser acompañada de una comunicación clara en cuanto a que la TPM llegaría a su nivel neutral antes que lo previsto en el IPoM de diciembre. Ello privilegiaba el señalar antes que sorprender, lo que tenía especial valor en condiciones de mayor volatilidad e incertidumbre.

Respecto de la opción de 125pb, se indicó que su ventaja era que permitiría acercarse con mayor velocidad a niveles de TPM más bajos, lo que podía ser preferible dada la rápida caída de la inflación y el estado de la brecha de actividad. Un Consejero señaló que esta opción o un recorte mayor eran, a su juicio, los que respondían de mejor forma al escenario macro y reducían los riesgos de una inflación que fuera más baja que lo deseado.

Varios de los Consejeros señalaron que una baja por sobre 100pb podía constituirse en una sorpresa que podría generar una volatilidad innecesaria en algunos precios financieros, lo que terminaría afectando la correcta transmisión de la decisión del Consejo. Mencionaron que una de las características deseables de la política monetaria era su predictibilidad. Esto no implicaba que el Consejo debía tomar decisiones guiado por lo que esperaba el mercado, sino que él debía guiar al mercado respecto de la evolución futura de la política monetaria. Esto podía lograrse con una decisión de 100pb en esta oportunidad, lo que permitía acumular más antecedentes para afianzar el diagnóstico sobre el estado de la economía en el próximo IPoM y dar en esa ocasión una comunicación clara de su trayectoria futura. De todos modos, el mercado ya había incorporado varios recortes adicionales de la TPM respecto de lo previsto en el IPoM de diciembre, lo que había movido la curva de tasas en la dirección adecuada dado el cambio de escenario. Todos los Consejeros estuvieron de acuerdo en que la adecuada implementación de la política monetaria implicaba cumplir con



el objetivo inflacionario de manera eficiente, es decir, con el menor costo posible en términos de actividad. Esto podría requerir una convergencia anticipada de la TPM, la que llegaría a su nivel neutral durante la segunda parte de 2024.

4. Decisión de política monetaria

La Presidenta señora Costa, la Vicepresidenta señora Novy y los Consejeros señor Naudon y Soto votaron por reducir la TPM en 100 puntos base, hasta 7,25%. El Consejero señor Céspedes votó por reducirla en 125 puntos base.



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA ENERO 2024