

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

JULIO 2024





REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 307, celebrada el 30 y 31 de julio 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.

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 Real; 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 escenario externo, la inflación mundial, en general, había continuado descendiendo a un ritmo moderado, principalmente por una lenta reducción de los componentes de servicios. En Estados Unidos de América, el registro de inflación de junio había estado por debajo de lo previsto y el mercado laboral daba señales de moderación en el margen, lo que incluía una creación acotada de empleos. Ello había vuelto algo menos restrictivas las perspectivas del mercado para la política monetaria de la Reserva Federal (Fed).

En la Eurozona, la inflación total había retrocedido en línea con lo esperado, aunque su componente subyacente se había mantenido sin variación respecto de mayo y superaba lo previsto. Esto, en un contexto en que la dinámica inflacionaria en la región había mostrado cierta volatilidad en los últimos meses, a causa de elementos puntuales.

En América Latina, la inflación había tendido a estabilizarse en varias economías. Por un lado, destacaba el rebote transversal de los precios de los alimentos en la región, influido en parte por los impactos rezagados del fenómeno de El Niño. Por otro lado, la inflación subyacente había caído, de la mano de los precios de los bienes. Esto, en un escenario en que los mercados laborales no mostraban mayores holguras.



Respecto de la actividad, en Estados Unidos de América se había acelerado el ritmo de crecimiento durante el segundo trimestre, con un aumento por sobre lo previsto por el mercado. Todos los componentes de la demanda interna habían contribuido al mayor avance de esa economía, destacando la incidencia del consumo privado. Esta situación contrastaba con el ritmo de crecimiento acotado que se había observado en el resto del mundo, en especial por una desaceleración mayor que la esperada de China en dicho trimestre. Lo anterior se explicaba, en parte importante, por la debilidad del consumo, mientras la inversión había seguido mostrando disparidad entre el deterioro del sector residencial y una evolución más favorable de la inversión manufacturera y en infraestructura.

En la Eurozona, los datos de actividad de alta frecuencia del segundo trimestre daban señales de que la economía del bloque crecía, pero a una velocidad algo menor que en el período previo. En América Latina, las cifras mensuales habían mantenido su dinamismo y sugerían una continuidad del repunte observado en los primeros tres meses del presente ejercicio. Con todo, las perspectivas de crecimiento global no habían mostrado grandes cambios para este y el próximo año.

Respecto de los mercados financieros globales, en comparación con lo observado en la Reunión previa las tasas de interés de largo plazo eran algo más bajas, tanto en economías desarrolladas como emergentes. Las bolsas habían exhibido un desempeño mixto y el dólar global se había apreciado.

Los precios de las materias primas, en general, habían mostrado descensos desde la última Reunión. La caída en los metales respondía, en parte, a señales algo más débiles desde China, sumado a otros elementos como un menor impulso asociado a la transición energética en las economías desarrolladas y algunas noticias positivas de oferta. De esta forma, aunque con vaivenes, el precio del cobre había disminuido respecto de la Reunión de junio. Por su parte, el precio del barril de petróleo (promedio WTI-Brent) se ubicaba en torno a US\$79 en los días previos a la Reunión (-5% desde la RPM de junio). Los precios de los alimentos se habían mantenido relativamente estables durante junio, aunque se habían evidenciado caídas relevantes para algunos cereales, debido a perspectivas más favorables por el lado de la oferta.

Escenario nacional

La inflación total de junio había estado en línea con lo previsto en el último Informe de Política Monetaria (IPoM). La medida subyacente —IPC sin volátiles— había tenido una variación menor que la esperada, principalmente en los bienes y por factores que se estimaban transitorios. Entre ellos, la realización de eventos del comercio que tuvieron un impacto a la baja mayor que el anticipado. En la parte volátil destacaba un alza del precio de los alimentos mayor que la prevista, vinculada a eventos climáticos adversos. De esta forma, la variación anual del IPC —serie referencial empalmada— llegaba a 3,8% y la de la medida subyacente a 3,2%. Respecto de 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 torno a 3%.



La actividad local había evolucionado por debajo de lo anticipado en el IPoM de junio. En mayo, el Imacec no minero había disminuido 0,5% mes a mes en su serie desestacionalizada (+0,2% anual), resultado que se explicaba en buena medida por factores puntuales de oferta, principalmente asociados a la industria y la minería. Los datos de actividad sectorial de junio (INE) mostraban un desempeño por debajo de lo esperado en algunos rubros.

Por el lado de la demanda, los indicadores de alta frecuencia no sugerían grandes diferencias con las proyecciones del último IPoM. Resaltaba la información proveniente de los catastros de grandes proyectos de inversión, que mostraba un alza importante de los montos previstos para los próximos años. En el mercado laboral, la tasa de desempleo del trimestre móvil terminado en junio se mantuvo en 8,3%. Si bien continuaban en terreno pesimista, las expectativas de las empresas y los hogares habían mostrado cierto aumento.

En el mercado financiero local, las tasas de interés reajustables de corto y largo plazo habían disminuido respecto de la última Reunión, en un contexto en que las tasas nominales no habían mostrado grandes variaciones. El peso se había depreciado, en línea con la disminución del precio del cobre. El IPSA, en tanto, había exhibido fluctuaciones y se encontraba algo por debajo del nivel de la última Reunión.

La Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del segundo trimestre de 2024 señalaba que las condiciones de oferta crediticia no habían variado para la mayoría de las carteras, a la vez que la demanda de crédito continuaba baja en todos los segmentos.

Las colocaciones reales de consumo y comerciales seguían cayendo, con variaciones anuales de -2,1 y -2,8% en junio, respectivamente. En el segmento de vivienda, estas mantenían un crecimiento acotado (+2,3% real anual en el mismo período). Las tasas de colocaciones a plazos menores seguían dando cuenta de un traspaso de los recortes de la Tasa de Política Monetaria (TPM), en línea con los patrones habituales. Los índices de morosidad continuaban aumentando en las carteras comercial y de vivienda, mientras que se reducían levemente en el segmento de consumo.

Para esta Reunión, la mediana de la EEE anticipaba una reducción de la TPM de 25 puntos base (pb), mientras que tanto la EOF como las perspectivas implícitas en los precios de activos financieros contemplaban una pausa en los recortes. A un año plazo, ambas encuestas situaban la TPM en 4,75%, mientras que la curva *forward* la ubicaba en 5%.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Se mencionó que, en términos generales, las noticias conocidas desde la última Reunión no se desviaban de las tendencias consideradas en el IPoM de junio. Por un lado, la evolución de la economía seguía en proceso de recuperación, con una demanda que resultaba algo más dinámica que la actividad. Por otro, el impacto directo de las tarifas eléctricas sobre la inflación sería significativo, pero transitorio. Se sumaba que las



perspectivas para la inversión, en especial en el sector minero, mejoraban. Por último, el ciclo inflacionario en Estados Unidos de América sería de una convergencia gradual hacia su objetivo de 2%, lo que suponía que su economía, que había sorprendido por su dinamismo en el último tiempo, iba perdiendo velocidad. Esto permitiría a la Fed seguir con un proceso gradual de recortes de tasa, con uno o dos de 25pb durante este año. En este contexto, los mercados financieros globales se mantendrían sin grandes variaciones, con tasas largas que podrían descender algo, pero que permanecerían altas, y con un dólar que seguiría fuerte.

De todos modos, se comentó que había novedades cuyo impacto era relevante de dimensionar, pues podrían generar riesgos para el escenario central. En el ámbito externo, destacaba la debilidad que había mostrado la economía china, que contribuía a una importante corrección a la baja del precio del cobre. De persistir, la economía chilena podría tener un menor impulso externo que lo contemplado en el IPoM, pues el precio del cobre era uno de los factores que habían incidido en el ajuste de las proyecciones, no solo por la incidencia en la inversión minera, sino también por sus consecuencias en las expectativas y el consiguiente efecto en el gasto de los hogares.

En lo interno, los datos parciales del segundo trimestre mostraban una actividad por debajo de lo previsto. No obstante, el análisis más detallado apuntaba a algunos factores puntuales en este resultado y, por otro lado, la demanda interna se comportaba relativamente en línea, aunque con una recomposición de menor consumo y mayor inversión. Respecto de la inflación, la depreciación del peso y el hecho que los subsidios asociados al alza de las tarifas eléctricas no se considerarán en el cálculo del IPC por parte del INE, elevaban la inflación prevista para el período comprendido entre el segundo semestre de 2024 y la primera mitad de 2025.

Se resaltó que la evolución del escenario macroeconómico parecía ir configurando riesgos relevantes, cuyos efectos sobre la inflación eran contrapuestos. Por un lado, un riesgo de que la actividad resultara más baja que lo previsto, lo que llevaría a menores presiones para la inflación. Por otro, existía un riesgo de mayor persistencia inflacionaria, en un contexto de niveles de inflación más altos en el corto plazo asociados al alza de las tarifas.

Se argumentó que ninguna de las dos situaciones de riesgo parecía inminente ni dominaba sobre la otra. Si bien la actividad era menor que la esperada, no ocurría lo mismo con la demanda y se identificaban algunos elementos puntuales. Por otro lado, la reacción de las expectativas de inflación y las tasas de interés daba cuenta de que los mercados habían comprendido el origen específico del *shock* inflacionario y su transitoriedad. Con todo, se destacó que este era un tema que debía seguirse monitoreando cuidadosamente.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros coincidieron en que los antecedentes disponibles confirmaban que, en términos generales, la economía evolucionaba en línea con las tendencias delineadas en el escenario central del IPoM de junio. Si bien había novedades importantes tanto en la actividad como en la inflación prevista en el corto plazo que se debían considerar, ellas apuntaban en direcciones opuestas para la dinámica inflacionaria



futura. Hubo acuerdo en que un análisis más comprensivo de las implicancias para la estrategia monetaria de estos elementos se daría en el marco del próximo IPoM, oportunidad en que se dispondría de más antecedentes que permitieran contrastar estas tendencias.

El Consejo concordó en que seguía siendo válida la estrategia delineada en el último IPoM, esto era que la convergencia de la inflación a la meta de 3% era coherente con una TPM que seguiría reduciéndose a lo largo del horizonte de política monetaria. Congruente con esto, estimó que las opciones más adecuadas eran (i) mantener la TPM; (ii) reducirla en 25pb, hasta 5,5%.

Hubo acuerdo en el Consejo en que ambas opciones eran compatibles con la estrategia planteada en el IPoM, destacando, de hecho, que las expectativas de mercado consideraban casi en proporciones iguales ambas posibilidades. Por lo tanto, la decisión entre una u otra debía considerar aspectos relacionados con elementos tácticos y/o con la ponderación de riesgos.

Por un lado, considerando el escenario central del IPoM de junio, era razonable comenzar a realizar pausas en el proceso de baja de la TPM. Además, ante el hecho que las proyecciones de inflación de corto plazo tenían revisiones al alza, había espacio para privilegiar la cautela y esperar al siguiente Informe con más antecedentes y una revisión de las perspectivas de mediano plazo. Respecto de la decisión de bajar la TPM, condicionado al escenario central, tomar esa opción ahora o en alguna de las siguientes Reuniones era solo un tema de oportunidad. No obstante, bajar en esta Reunión limitaría los espacios para el resto del año.

En cuanto a las consideraciones de riesgo, se mencionó que no era evidente la predominancia de ninguna de los dos. De todos modos, los datos que se conocerían previo al IPoM ayudarían a calibrar mejor sus implicancias.

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 mantener la TPM en 5,75%.



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA JULIO 2024