

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

OCTUBRE 2024





REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 309, celebrada el 16 y 17 de octubre 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, 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; la Asesora del Ministro de Hacienda, doña Tatiana Vargas Manzo; la Economista Senior, doña Erika Arraño González; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

Escenario internacional

La Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos de América había dado comienzo a su proceso de reducción de tasas, con una baja de 50 puntos base (pb) en septiembre. Dicha magnitud y la evolución del mercado laboral hasta agosto habían provocado que las expectativas de mercado anticiparan mayores recortes para las reuniones posteriores. Estas perspectivas se habían revertido tras los mensajes de la Fed y la publicación de cifras económicas favorables. Destacaba el mayor dinamismo de algunos datos del mercado laboral, que mitigaban las preocupaciones en torno a un sobreajuste de este. Por su parte, la inflación en el margen había resultado por sobre lo esperado y el PIB del segundo trimestre daba cuenta de una actividad robusta, impulsada principalmente por el consumo.

La economía china se mantenía débil según indicadores parciales del tercer trimestre, a lo que se sumaban registros inflacionarios por debajo de lo previsto. En ese contexto, las autoridades habían anunciado medidas de estímulo monetario, fiscal y financiero, respecto de las cuales se estaba a la espera de mayores



detalles. El panorama para la Eurozona apuntaba igualmente a un desempeño acotado, si bien con ciertas heterogeneidades entre sectores y países. La inflación en ese bloque había seguido disminuyendo, en medio de mercados laborales aún estrechos, mientras que el Banco Central Europeo había vuelto a recortar su tasa de interés.

En América Latina, indicadores de alta frecuencia reiteraban un escenario algo más dinámico que en respecto meses previos y la inflación continuaba retrocediendo, aunque en la mayoría de los países las cifras permanecían por encima de las metas respectivas. Brasil era la excepción, donde la aceleración de la inflación y el progresivo desanclaje de las expectativas habían conducido a un aumento de la tasa rectora, a diferencia de lo que ocurría en el resto de la región.

En buena parte, los movimientos de los mercados financieros internacionales habían estado incididos por la evolución de la macroeconomía en los principales países y la intensificación de los riesgos geopolíticos. En su conjunto, las condiciones financieras relevantes para el mundo emergente se habían vuelto algo más contractivas respecto de la Reunión previa y algo más expansivas para el desarrollado. En particular, las tasas de interés de largo plazo habían subido en un grupo importante de países durante las últimas semanas y el dólar se había apreciado frente al grueso de las monedas.

Los precios de las materias primas habían tenido vaivenes asociados a los mismos factores detrás de la evolución de los mercados financieros. En general, las tensiones en Medio Oriente habían impulsado el precio del petróleo desde fines de septiembre, ajuste que se había ido revirtiendo en los días previos a la Reunión. El del cobre anotaba un alza desde la Reunión anterior —alcanzando valores que no se observaban desde julio—, ayudado por el anuncio de los estímulos a la economía china. En general, los precios de los alimentos se habían incrementado, de la mano de eventos climáticos adversos en diferentes lugares del mundo.

Escenario nacional

La inflación anual total había disminuido hasta 4,0% en septiembre (serie referencial empalmada). Esta resultó algo menor que lo contemplado en el último Informe de Política Monetaria (IPoM), debido a la evolución que habían tenido los ítems volátiles de la canasta, principalmente los alimentos, y, en menor medida, algunos combustibles. La medida subyacente —IPC sin volátiles— se ubicaba en 3,8% anual, lo que estaba en línea con lo proyectado en el IPoM de septiembre. Las expectativas inflacionarias —Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF)— a un año plazo habían disminuido marginalmente, mientras que permanecían en torno a 3% a dos años plazo.

La evolución de los indicadores de actividad y demanda interna era coherente con el escenario central del IPoM de septiembre. En agosto, el Imacec había crecido 2,3% anual (-0,2% mensual desestacionalizado), influido por un desempeño positivo de la minería. Al igual que en meses previos, el resultado había estado



incidido por factores puntuales, en un contexto en que las cifras mensuales mostraban una volatilidad importante. Por el lado del gasto, indicadores de alta frecuencia relacionados con el consumo y la inversión exhibían relativa estabilidad en sus últimos registros. La tasa de desempleo del trimestre móvil terminado en agosto había subido a 8,9%. Los salarios se empezaban a acercarse a sus promedios históricos, después de algunos meses de acelerado crecimiento.

El mercado financiero local se había ido acoplado a las tendencias internacionales. Las tasas de interés de largo plazo habían comenzado a aumentar luego de los descensos registrados durante algunos meses. Respecto de la Reunión previa, el peso se había depreciado y había mostrado vaivenes que eran coherentes con la evolución de sus fundamentos.

Los recortes de la TPM continuaban transmitiéndose a las tasas de interés de las colocaciones bancarias de consumo y comerciales. El crédito bancario seguía débil, especialmente el componente comercial, cuyas colocaciones reales registraron en septiembre la mayor contracción en lo que va del año (variación anual de -4,9%). La Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre daba cuenta de condiciones de oferta algo más flexibles en varias categorías de crédito y una demanda que se mantenía acotada.

Tanto la EEE como la EOF esperaban una reducción de la TPM de 25pb para esta Reunión, al igual que las perspectivas implícitas en los precios de los activos financieros. A su vez, ambas encuestas y la curva *forward* anticipaban que la TPM se ubicaría en 4,25% a un año plazo.

2. Análisis y discusión de los antecedentes

Se discutió acerca de la evolución más reciente del consumo privado y sus determinantes. Los datos de alta frecuencia apuntaban a que durante el tercer trimestre esta parte del gasto había mostrado un crecimiento algo menor que lo previsto. No era evidente si esto respondía a una debilidad mayor del gasto de los hogares, pues sus determinantes no ofrecían cambios sustantivos. Por un lado, la masa salarial seguía con una trayectoria de expansión similar a las de trimestres previos, combinando un mayor aumento de los salarios reales con una desaceleración en la creación de empleo. Por otro, se observaba un traspaso de la menor TPM a las tasas de colocación y una reducción en la carga financiera de los hogares, en un contexto en que el crédito de consumo seguía débil. Se mencionó también el rol del gasto fiscal, toda vez que, si bien el consumo privado podría tener un desempeño por debajo de lo previsto, estaba ocurriendo lo contrario con el gasto de gobierno. En todo caso, se indicó que la evolución del consumo era un tema para seguir monitoreando, acorde con las sensibilidades al alza y a la baja que consideraba el corredor de TPM del último IPoM.

Se discutió acerca del tamaño de las holguras en el mercado laboral, pues era un tema relevante a la hora de evaluar las presiones inflacionarias que podría enfrentar la economía. Por un lado, se señaló que el aumento de la tasa de desempleo podría ser indicativo de mayores holguras. Por otro, se mencionó que



no era evidente cuánto del aumento de la tasa de desempleo correspondía a factores cíclicos y cuánto a factores estructurales. Además, debía considerarse el eventual impacto del aumento en los costos de contratación. Hubo coincidencia en que dilucidar el nivel de brecha en el mercado laboral era relevante, pues sus implicancias para la política monetaria eran significativas.

Sobre la inflación, se destacó que las expectativas de mercado continuaban reflejando que su aumento sería un fenómeno transitorio. No obstante, no se podían descartar escenarios donde la persistencia inflacionaria fuera mayor que la habitual, en particular porque aún restaba concretar dos aumentos de las tarifas eléctricas de magnitud importante y no podía descartarse la aparición de *shocks* adicionales.

En lo externo, se resaltó el aumento de los riesgos geopolíticos. Se resaltaron las dificultades para anticipar el alcance del conflicto en Medio Oriente, en un contexto en que las ocasionales maniobras militares chinas en torno a la Isla de Taiwán también eran una fuente de tensión y en donde la guerra en Ucrania seguía sin resolverse. Si bien los temas geopolíticos habían tenido efectos más bien acotados en los mercados globales, era posible que estos se intensificaran ante un nuevo escalamiento. También debía considerarse que el aumento de los riesgos geopolíticos podría provocar un alza de la incertidumbre, aun sin que se concretaran acciones bélicas de un tono mayor. Esto podría provocar efectos en la economía mundial que se trasladaran a la economía chilena. Llamaba también la atención que, ante los últimos episodios de conflicto en Medio Oriente, las tasas de interés de largo plazo mundiales habían reaccionado al alza y no a la baja, de acuerdo con su patrón histórico. Esto podía ser indicativo de sus consecuencias fiscales vía mayor gasto en defensa, en un contexto de elevados niveles de deuda. Hubo acuerdo en que la evolución de los riesgos geopolíticos y sus implicancias para el escenario macroeconómico era un tema relevante de seguir monitoreando de cara al próximo IPoM.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

Todos los Consejeros concordaron en que los antecedentes conocidos desde la Reunión anterior reafirmaban el escenario central contenido en el último IPoM. La actividad económica y la demanda interna no exhibían mayores diferencias respecto de lo esperado. La inflación de septiembre había sido algo menor que lo previsto, aunque por factores volátiles. El entorno externo tampoco ofrecía mayores novedades en la evolución de la actividad y la inflación mundial. En cuanto a los escenarios de sensibilidad, se mantenían vigentes las dudas sobre la evolución del mercado laboral y se añadía el aumento de las tensiones geopolíticas a nivel global. Las expectativas de inflación seguían alineadas con un escenario donde el aumento de la inflación sería transitorio y la convergencia a la meta de 3% se daría acorde con el horizonte de política de dos años.

En este contexto, todos los Consejeros coincidieron en que, más allá de los riesgos, el escenario central del último IPoM seguía plenamente vigente y era necesario continuar reduciendo la TPM hacia su nivel neutral. Coherente con la estrategia planteada en el IPoM de septiembre, el Consejo estimó que la única opción plausible era reducir la TPM en 25pb.



Hubo acuerdo en que la opción de bajar 25pb no solo era coherente con el escenario macroeconómico, sino que, además, era tácticamente la más adecuada. Era un movimiento ampliamente esperado por el mercado, en línea con la información previamente difundida por el Consejo. De hecho, las expectativas tanto de economistas como de operadores financieros mostraban un grado de consenso muy elevado, con casi 100% de respuestas previendo un recorte de esa magnitud.

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 25 puntos base, hasta 5,25%.



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA OCTUBRE 2024