

REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

SEPTIEMBRE 2024





REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 308, celebrada el 3 de septiembre 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; la Gerente de División Asuntos Institucionales (S), 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; 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 Asesor del Ministro de Hacienda, don Andrés Sansone Alvo; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

1. Antecedentes

Tal como se había anticipado, el alto dinamismo de la actividad a comienzos de año se había reducido, lo que se asociaba, parcialmente, a la reversión de algunos elementos transitorios. No obstante, la magnitud de esta devolución era algo mayor que la prevista. Parte de la diferencia se explicaba por el retroceso de las actividades ligadas a servicios y otra, por la incidencia de algunos elementos puntuales de oferta relacionados con la disponibilidad de recursos pesqueros en la industria, el efecto de los temporales y el mantenimiento de faenas mineras. El Imacec de julio daba cuenta de una aceleración importante de la actividad mes a mes, aunque se estimaba que nuevamente una fracción relevante respondía a estos factores transitorios, en un contexto donde las cifras mostraban una elevada volatilidad.

La demanda también había tenido un desempeño menor que el previsto en el segundo trimestre, explicado por el consumo privado. El gasto de los hogares en bienes no durables y servicios se había reducido, rompiendo la tendencia al alza de trimestres previos. Este comportamiento se daba en un contexto en que varios de sus fundamentos habían evolucionado en línea con lo esperado. La formación bruta de capital fijo (FBCF) se había estabilizado tras la fuerte caída de la segunda mitad del año pasado. No obstante, indicadores de alta frecuencia revelaban diferencias importantes entre sectores, contrastando la debilidad observada en la gran mayoría de los rubros con el dinamismo de la inversión en la minería.



La inflación anual total había subido hasta 4,4% en julio, mientras que la inflación subyacente se mantenía en torno a 3,5% (series referenciales). La mayor inflación total respecto de lo previsto en el IPoM de junio se asociaba a los ítems volátiles, principalmente por el alza de las tarifas eléctricas y los precios de los bienes incluidos en esta medida de IPC. Las expectativas de inflación del mercado exhibían un marcado contraste entre el corto y el mediano plazo. Según los precios de los activos financieros, a un año se observaba un aumento significativo, mientras que a dos años permanecían alineadas con la meta de 3%.

La reducción de la TPM continuaba traspasándose a las tasas de colocación bancaria, acorde con los patrones habituales. El crédito bancario seguía débil, especialmente su componente comercial, en medio de condiciones de acceso al financiamiento sin grandes cambios. Este resultado era coherente con el comportamiento de la inversión sectorial, dinámica para la minería —que utilizaba con mayor intensidad la Inversión Extranjera Directa para financiarse— y más débil en el resto de los sectores —más intensivos en el uso de crédito bancario.

En el plano externo, las noticias sobre Estados Unidos de América seguían dominando el panorama. Las últimas semanas habían estado marcadas por la evaluación de los mercados sobre el crecimiento de esa economía y las acciones de la Reserva Federal (Fed). Luego que esta última señalizara el inminente inicio del ciclo de recortes de la *Fed funds rate* (FFR), las tasas de corto y largo plazo habían descendido en las principales economías y el dólar se había depreciado a nivel global. El peso chileno había seguido los movimientos de los mercados globales, respondiendo a la volatilidad del escenario externo.

Sobre las proyecciones, para la actividad y la demanda se seguía considerando que la economía crecería en torno a su tendencia durante los próximos años. Para 2024, el rango para la proyección de crecimiento del PIB se reducía en su parte alta, mientras que para 2025 y 2026 no tenía cambios. El consumo privado recobraría impulso, aunque su nivel a fines del horizonte de proyección sería menor que en la estimación previa. La evolución de varios de sus fundamentos —como el menor costo del crédito y el aumento la masa salarial real— sugería que su moderación reciente no sería persistente. La proyección de crecimiento de la FBCF para el período 2024-2026 era algo menor que la contemplada en junio, producto de la debilidad de la inversión de los sectores no mineros. Para el sector minero, el escenario central ratificaba el mayor impulso de la inversión, la que tendría impactos positivos en la actividad de otros sectores, especialmente en la construcción.

La proyección de inflación total aumentaba en el corto plazo, principalmente por la mayor alza de los componentes volátiles. Hacia el mediano plazo, tendría un descenso más rápido que lo anticipado en junio, dadas las menores presiones inflacionarias provenientes del comportamiento de la demanda interna. Se estimaba que su convergencia a la meta de 3% ocurrirá en los primeros meses de 2026, para mantenerse en torno a este valor hasta fines del horizonte de proyección.

El impulso externo que recibiría la economía chilena consideraba un crecimiento de los socios comerciales sin grandes novedades respecto de la proyección previa —del orden de 3% en el período 2024-2026—, con condiciones financieras internacionales algo más favorables, entre ellas, bajas de las tasas de largo plazo y términos de intercambio algo menores.



2. Análisis y discusión de los antecedentes

Se destacó que, respecto del Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio y la Reunión de julio, había tres novedades que era importante resaltar. En primer lugar, el Presidente de la Fed había comunicado que “llegó el momento de ajustar la política monetaria”, lo que fue interpretado por todos los participantes de mercado como un pronto inicio del ciclo de recortes de la FFR. Además, había aumentado el número de reducciones esperadas para este año respecto de lo que observaba en el IPoM pasado y en la Reunión de julio. Esto se daba en un contexto en que, si bien no se habían dado grandes sorpresas en la actividad de Estados Unidos de América, había aumentado la percepción del mercado de que esa economía podía desacelerarse más rápido. De hecho, esto había provocado episodios de gran volatilidad a inicios de agosto y también estaba generando movimientos en el momento en que se realizaba la Reunión. Se destacó que las tasas de interés globales a distintos plazos se habían reducido y que el peso se había apreciado en el curso del mes pasado, tanto por los cambios en el diferencial de tasas como por una disminución de los premios cambiarios.

Un segundo factor para relevar era la evolución de la actividad y la demanda interna en el segundo trimestre. Si bien la actividad no era muy distinta de lo anticipado una vez que se consideraba una serie de factores de oferta que había afectado a diversos sectores, el dinamismo de la demanda había sido menor. El consumo privado mostraba una caída trimestre a trimestre, luego de su importante expansión en el primer cuarto del año. Se estimó que este resultado tendría escasa persistencia dada la evolución de los fundamentos del consumo, por lo que las variaciones trimestrales proyectadas en adelante no eran distintas de las proyecciones previas. No obstante, el nivel del consumo permanecería por debajo de lo estimado anteriormente a lo largo del horizonte de proyección. La inversión, si bien en línea, mostraba una debilidad relevante en todos los sectores distintos de la minería. En ese escenario, las proyecciones de consumo e inversión se corregían en torno a 1% a la baja hasta 2026. Todo esto se daba en un escenario donde el crédito seguía siendo débil —comportamiento que aparecía coherente con la evolución de la inversión en los sectores no mineros— y el crecimiento del empleo se había desacelerado en el margen.

Por último, el comportamiento de las expectativas de inflación reflejaba que los distintos agentes de mercado habían considerado la transitoriedad del efecto del aumento de las tarifas eléctricas. Se observaba un alza relevante de las expectativas de inflación en el corto plazo, mientras que a dos años se mantenían en torno a 3%. Esto se daba en un escenario donde la inflación había resultado incluso ser algo mayor, producto de un alza de las tarifas eléctricas algo superior que la contemplada previamente.

3. Análisis de las opciones de política monetaria

El Consejo coincidió en que el conjunto de noticias acumulado desde el IPoM de junio daba cuenta de que la menor demanda se contraponía a la presión sobre los precios por los costos de la energía, entre otros. Esto, junto con expectativas de inflación alineadas a la meta de 3%, reducía los riesgos de una mayor persistencia



inflacionaria en el mediano plazo producto del *shock* de costos, lo que desplazaba a la baja el balance de riesgos inflacionarios presente en la Reunión previa.

En ese contexto, todos los Consejeros concordaron en que se podía seguir reduciendo la TPM hacia su nivel neutral. Atendidos los menores riesgos para la inflación que se evaluaban, ese descenso sería algo más rápido que lo considerado previamente.

El Consejo evaluó reducir la TPM en 25 o en 50 puntos base, descartando rápidamente la segunda de ellas. Hubo acuerdo en que la opción de reducir la TPM en 25 puntos base era plenamente coherente con el escenario central del IPoM de septiembre, con seguir reduciendo la TPM y con los riesgos que enfrentaba la economía. Además, sus ventajas comunicacionales eran indiscutibles.

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 5,5%.



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA SEPTIEMBRE 2024