

# REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

ABRIL 2023





# REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°296, celebrada el 4 de abril de 2023.**

Asisten la Presidenta doña Rosanna Costa Costa, el Vicepresidente don Pablo García Silva y los Consejeros don Alberto Naudon Dell’Oro, don Luis Felipe Céspedes Cifuentes y doña Stepanka Novy Kafka.

Asiste el Ministro de Hacienda, don Mario Marcel Cullell.

Asisten también el Gerente General, don Beltrán De Ramón Acevedo; 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 Interino, don Juan Carlos Piantini Cardoso; la Gerente de División Política Financiera, doña Rosario Celedón Förster; la Gerente de División Estadísticas, 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; el Gerente de Análisis Internacional, don Miguel Fuentes Díaz; la Gerente de Estudios Económicos, doña Sofía Bauducco; el Gerente de Operaciones de Mercado, don Felipe Musa Silva; el Gerente de Comunicaciones Interino, don Juan Pablo Rioseco Quilodrán; el Asesor del Ministro de Hacienda, don Andrés Sansone Alvo; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

## 1. Antecedentes

---

La inflación se mantenía en niveles muy elevados. A la espera del dato de marzo, que se conocería al día subsiguiente de realizada la Reunión, la variación anual del IPC había descendido hasta 11,9% en febrero. Este valor seguía estando muy por sobre la meta de 3%. Se añadía que la parte subyacente —IPC sin volátiles— se ubicaba en torno a 11% anual desde hace un tiempo, acumulando una sorpresa importante en los últimos meses.

Varios factores explicaban por qué la inflación estaba tardando en bajar. El más importante, que la economía no había logrado reducir los impactos del exceso de gasto acumulado en años previos. De hecho, la revisión de las Cuentas Nacionales mostraba que entre 2020 y 2022 el nivel de consumo había sido bastante mayor que lo estimado. Además, la velocidad a la que esta parte del gasto se estaba ajustando en lo más reciente había sido menor que la prevista. En todo caso, en lo venidero, la reducción de la inflación sería apoyada por la apreciación del peso en los últimos meses y la reducción de varios de los factores de costos.



El escenario central del Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo revisaba al alza la proyección de crecimiento del PIB en 2023. Esto respondía al mejor desempeño de inicios de año. En adelante, el escenario central suponía que la economía continuaría con su proceso de ajuste. Por ello, se reducía la proyección para 2024. Considerados ambos años, el crecimiento acumulado no distaba mayormente de lo previsto en el Informe de diciembre. En cuanto a la inflación, se proyectaba que retornaría a la meta de 3% en la última parte de 2024.

En lo externo, el panorama económico global se había vuelto más difícil en las últimas semanas. La economía chilena se vería afectada por una menor demanda externa y condiciones financieras globales más restrictivas.

El escenario actual tenía asociado un grado de incertidumbre superior a lo habitual. Por un lado, destacaba el riesgo de un deterioro más abrupto del escenario externo, con mayores implicancias para Chile. Por otro, no podía descartarse una dinámica inflacionaria más compleja.

## 2. Análisis y discusión de los antecedentes

---

En el plano externo, se resaltó que la evolución del escenario internacional mostraba dos fases. Hacia fines de 2022 y principios de este año, los mercados se habían vuelto más optimistas, apostando a un control inflacionario sin sobresaltos y prácticamente sin recesión. Sin embargo, a inicios de marzo se produjeron turbulencias en el sistema bancario de EE.UU. y Europa que cambiaron abruptamente el escenario, introduciendo una mayor incertidumbre. Pese a que en los días previos a la Reunión el efecto parecía contenido, lo más probable era que el escenario fuera dominado por una mayor precaución en la oferta de crédito. En lo principal, sus efectos se canalizarían a través de una menor demanda externa y condiciones financieras más estrictas. En el escenario central del IPoM de marzo se asumía que esto repercutiría en el escenario macroeconómico local hacia la segunda mitad del año.

Se mencionó la incertidumbre sobre la magnitud y duración del efecto que tendrá el cambio en las condiciones financieras externas. Se resaltó que, si bien las turbulencias se habían aplacado y circunscrito a ciertos casos, había vulnerabilidades a nivel global. Particularmente importante era el alto endeudamiento corporativo y de los gobiernos y, probablemente, una mayor toma de riesgos en algunos sectores en busca de una mayor rentabilidad tras años de tasas bajas. Se destacó el impacto que podría tener en el volumen de crédito, especialmente en economías como la estadounidense, donde los bancos de menor tamaño constituían una fuente relevante de financiamiento. Con todo hubo acuerdo en que, por ahora, los efectos globales eran más bien especulativos, y se enmarcaban en escenarios de riesgo importantes de considerar y atender en el eventual caso que se materializaran.

En el escenario local, se observaba un ajuste menor al previsto, con sorpresas al alza en la demanda y la inflación. La revisión de las Cuentas Nacionales desde 2020 en adelante revelaba una demanda interna con una composición diferente, con mayores niveles de consumo y una inversión más bien estancada. Además,



la trayectoria del consumo en los datos más recientes revelaba una velocidad de ajuste menor que la esperada. Todo ello, sin duda, contribuía a explicar las sorpresas al alza en los registros inflacionarios y una inflación subyacente que se había quedado entre 10,5 y 11% anual desde hace varios meses.

Se indicó que el conjunto de información disponible apuntaba a una economía a la que le estaba costando cerrar sus brechas. La brecha de actividad, lejos de cerrarse, como se esperaba en un proceso de ajuste en marcha, era mayor que la prevista tanto a fines de 2022 como a inicios de 2023. La cuenta corriente, aunque se corregía, también reflejaba estos altos desbalances, dando cuenta del déficit de ahorro de los hogares.

### **3. Análisis de las opciones de política monetaria**

---

El Consejo recordó que durante las últimas Reuniones se había entregado un claro mensaje respecto de la evolución futura de la Tasa de Política Monetaria (TPM). Esto era, que la tasa se mantendría en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indicara que la convergencia de la inflación a 3% se había consolidado.

Todos los Consejeros concordaron en que, del análisis de los antecedentes presentados en la preparación del IPOM de marzo, se concluía que todavía no había evidencia que permitiera afirmar que la convergencia inflacionaria se había consolidado.

Por lo pronto, si bien la inflación total había continuado reduciéndose, aún permanecía en niveles elevados. La inflación subyacente, que debería ser una mejor guía para la evolución de la inflación futura, no descendía. A febrero, esta se ubicaba en 10,7% anual, similar a los valores en los que se había mantenido desde hace varios meses. Además, con una sorpresa al alza del orden de un punto porcentual cuando se le comparaba con lo proyectado en el IPOM de diciembre.

La actividad tampoco mostraba un ajuste acorde con lo esperado. La brecha de actividad se corregía significativamente al alza cuando se eliminaba el efecto puntual de la caída en la actividad del sector transporte. Además, la revisión de las Cuentas Nacionales indicaba que la composición de la demanda interna era más inflacionaria que lo previsto, con un consumo mucho mayor y una inversión estancada desde hace varios trimestres. Todo esto daba cuenta de un escenario donde las presiones inflacionarias eran evidentemente mayores que las previstas.

En este contexto, todos los Consejeros estuvieron de acuerdo en que la única opción plausible era mantener la TPM en 11,25%.

Todos los Consejeros concordaron en que el escenario económico presentaba riesgos relevantes. Por un lado, existía el riesgo de que la inflación se hiciera más persistente. En una situación como esta, el Banco tendría que responder con una política monetaria particularmente agresiva y contractiva. Los costos en materia



de actividad económica y empleos serían “transitorios”, pero ciertamente significativos. Sin embargo, el Consejo no tendría otra alternativa para cumplir con el mandato y, tan importante como lo anterior, para evitar costos de carácter “permanente” y significativos en materia de estabilidad macroeconómica y bienestar económico.

Por otro lado, también había riesgos muy relevantes en el plano externo. Existían escenarios de riesgo en que la situación internacional podía deteriorarse de manera abrupta y pronunciada. En una situación como esa, el Banco tendría que reducir agresivamente la TPM. Esto ocurriría, precisamente, porque la inflación convergería más rápido a la meta en un contexto de fuerte desaceleración de la actividad económica. Lo anterior, sin considerar las potenciales medidas adicionales de política económica que un escenario de crisis financiera mundial pudiese requerir implementar ex post y/o ex ante.

Todos los Consejeros concordaron en que cualquiera de estas situaciones formaba parte de los riesgos del escenario macroeconómico. Por la misma razón, no eran considerados en las sensibilidades que daban sustento al corredor para la TPM. Con todo, hubo coincidencia en que el Banco debía actuar con flexibilidad en caso de que alguno de los riesgos internos o externos se concretara y las condiciones macroeconómicas así lo requirieran.

## 4. Decisión de política monetaria

---

La Presidenta señora Costa, el Vicepresidente señor García y los Consejeros señor Naudon, señor Céspedes y señora Novy votaron por mantener la TPM en 11,25%.

