

# REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

Junio 2023





# REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N°298, celebrada el 19 de junio 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 y Datos, doña Gloria Peña Tapia; el Gerente de División Asuntos Institucionales Subrogante, don Juan Pablo Rioseco Quilodrán; 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 Asesor del Ministro de Hacienda, don Andrés Sansone Alvo; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

## 1. Antecedentes

---

La economía había ido avanzando en la resolución de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en los últimos años. Esto había permitido una reducción de la inflación en línea con lo previsto, avanzando en la consolidación de su convergencia a la meta de 3%.

En general, la actividad y la demanda interna habían evolucionado acorde con lo esperado, aunque con una caída mayor que la anticipada en el componente durable del consumo privado. Las proyecciones del escenario central del Informe de Política Monetaria (IPoM) de junio mostraban cambios acotados en magnitud respecto del Informe de marzo. Para este año, se anticipaba que la actividad crecería entre -0,5 y 0,25%. Para 2024 lo haría entre 1,25 y 2,25% y para 2025 entre 2 y 3%.

En el plano externo, la actividad había comenzado el año con un mayor dinamismo y se había reducido la volatilidad financiera. No obstante, seguía proyectándose un escenario de condiciones financieras estrechas, en un entorno donde la incertidumbre permanecía elevada y se anticipaba una política monetaria más restrictiva en las principales economías ante el desafío de reducir la inflación.



## 2. Análisis y discusión de los antecedentes

---

Hubo consenso en que la información acumulada no mostraba mayores novedades respecto de la Reunión pasada y de lo previsto en el IPoM de marzo. En el plano externo, las perspectivas de crecimiento global tenían cambios menores. Respecto de la inflación mundial, si bien había cedido en diversas economías, subsistían las presiones, particularmente en EE.UU. Así, se delineaba un escenario en que la estrechez de las condiciones financieras en el mundo desarrollado sería más prolongada, a fin de poder combatir el problema inflacionario en esas economías. De este modo, más allá del mejor desempeño del primer trimestre, las proyecciones seguían indicando que el impulso externo que recibiría Chile sería acotado.

En el plano interno, la información por el lado de la actividad, la demanda y la inflación estaba bien alineada con lo proyectado en marzo y lo revisado en la Reunión previa. Desde el punto de vista de la demanda, si bien a nivel agregado no se veían desviaciones relevantes ni en el consumo ni en la inversión, destacaba la mayor caída del consumo privado de bienes durables. Las cifras de alta frecuencia del segundo trimestre —importaciones, datos de Transbank— mostraban que en el margen este tipo de gasto se estaba estabilizando. En ese contexto, el escenario central del IPoM de junio asumía que la caída del consumo durable del primer trimestre representaba un adelanto de la trayectoria prevista. Además, el menor consumo durable se daba en contraposición a un consumo de servicios que seguía aumentando, manteniéndose así la tendencia hacia una recomposición del consumo en favor de estos últimos. Por último, el consumo de gobierno también había sorprendido en el primer trimestre, con un alza mayor que la esperada.

En relación con la inflación, esta había bajado a niveles de 8,7% la total y de 9,9% la sin volátiles. Ambos componentes seguían en niveles elevados, más allá de que, en el caso de la total, había anotado seis meses consecutivos de bajas. La caída de la inflación había sido impulsada por los precios volátiles, y en la parte subyacente, por la apreciación del peso y el ajuste en el consumo de bienes. El componente de servicios seguía mostrándose más estable. En adelante, la menor incertidumbre local contribuiría a favorecer una evolución más favorable por su impacto en el tipo de cambio, mientras que elementos de costos, como los laborales, eran un contrapeso parcial. Las expectativas de inflación en las encuestas habían retornado a 3% a dos años después de un tiempo prolongado.

## 3. Análisis de las opciones de política monetaria

---

El Consejo destacó que el escenario macroeconómico había evolucionado acorde con lo esperado y que, por tanto, la economía se iba acercando a un punto donde los datos indicaban que la convergencia a la meta de inflación se veía más consolidada. En ese contexto, se requeriría una política monetaria menos contractiva.

Hubo acuerdo en que este proceso de consolidación había avanzado positivamente en varios aspectos. La inflación total seguía descendiendo, incluso algo más de lo previsto. Las expectativas de inflación a dos años habían presentado avances importantes y las proyecciones de mercado a plazos menores reducían sus



diferencias respecto de lo considerado por el Banco. La actividad marchaba según lo proyectado, lo que era coherente con un proceso de convergencia inflacionaria de acuerdo con lo esperado en el escenario central del IPoM. Varios Consejeros destacaron que, si bien se reducía el riesgo de una mayor persistencia inflacionaria, aún parecía anticipado descartarlo por completo. En su opinión, no debía perderse de vista que la inflación permanecía en niveles elevados y que la reducción de la parte subyacente era menos marcada, lo que daba cuenta de que las presiones inflacionarias aún no se disipaban de manera significativa.

Todos los Consejeros concordaron en que la evolución más reciente de la economía apuntaba en la dirección requerida. El hecho que la TPM se hubiese mantenido contractiva por varios trimestres había contribuido de forma relevante a la baja de la inflación. Además, aunque los riesgos en torno a esta persistían, se habían ido equilibrando. En ese contexto, de mantenerse estas tendencias, la TPM iniciaría un proceso de reducción en el corto plazo.

La magnitud y temporalidad de dicho proceso tomaría en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicancias para la trayectoria de la inflación. En el escenario central del IPoM de junio que había acordado el Consejo, ello se expresaba en recortes de la TPM del orden de 250 puntos base (pb) para fines de año. Con base a lo anterior, todos los Consejeros consideraron plausibles las opciones de: (i) mantener la TPM en 11,25%; (ii) reducir la TPM en 25pb. Algunos Consejeros añadieron la opción de bajar la TPM en 50pb.

Un Consejero estimó que lo más adecuado era reducir la TPM en 50pb, señalizando en el comunicado que en las próximas Reuniones podrían darse movimientos similares, dependiendo de la información acumulada. Esto era coherente con el escenario del IPoM y con los grados de flexibilidad adecuados para enfrentar riesgos en ambas direcciones. Dado el nivel de restricción actual de la política monetaria, creía dudoso que un movimiento de ese tipo se interpretara como un relajamiento de la política monetaria mayor que el considerado en el escenario central del IPoM. A juicio de este Consejero, era más adecuada esta estrategia que una mantención con sesgo explícito a la baja, la que podía interpretarse como una anticipación de bajas muy agresivas de la TPM.

Varios Consejeros concordaron en que el escenario macroeconómico había ido comportándose conforme a lo previsto y que, coherente con ello, la política monetaria debía seguir una trayectoria relativamente acorde con lo señalado con anterioridad. Bajo ese análisis, mantener la TPM en esta Reunión parecía la mejor alternativa, pues era congruente con la información acumulada y con la trayectoria prevista para la convergencia de la inflación. Esto no restaba a que pudiera iniciarse un proceso de recorte en el corto plazo, si es que las condiciones actuales se mantenían. De hecho, uno de estos Consejeros recordó que el corredor de TPM que contenía el IPoM de junio no exhibía ninguna trayectoria donde la TPM no comenzara a bajar antes de fin de año.

A juicio de un Consejero, le parecía bastante elevado el riesgo de que la inflación disminuyera más que lo proyectado, incluso por debajo de la meta, acompañada posiblemente de una caída parcialmente innecesaria de la economía, la inversión y el empleo. Añadió que, en términos anuales, el consumo privado había disminuido de forma bastante significativa en el primer trimestre de 2023, especialmente en bienes durables e importados, pero también en otras categorías. Esta baja, mayor que la proyectada, revertía bastante significativamente una tendencia anterior en que el consumo privado caía menos de lo proyectado. Este Consejero añadió que las





expectativas de inflación habían descendido en todos los plazos e instrumentos, acercándose a las proyecciones del IPoM y a la meta de 3% a 2 años. Además, enfatizó que la significativa apreciación del peso desde octubre 2022 contribuía significativamente a la reducción de las presiones inflacionarias.

Un Consejero señaló que una forma de evaluar la pertinencia de reducir la TPM en esta Reunión era revisar si el proceso de consolidación se estaba dando o no y/o si la magnitud de los costos que estaba provocando el proceso de baja de inflación superaba lo previsto. Respecto de lo primero, era claro que había avances importantes en ese proceso. Respecto de lo segundo, era indudable que la economía estaba ajustándose. Algunas cifras lo mostraban más claramente, otras menos, pero desde el mercado laboral hasta los datos de actividad todos daban cuenta de un ajuste. Sin embargo, nada indicaba que este ajuste estuviese siendo superior a lo previsto.

Varios Consejeros recordaron que el escenario central del IPoM consideraba una actividad económica por debajo del PIB potencial durante varios trimestres. Esta proyección se mantenía en términos similares desde hace varios Informes, pues se estimaba una condición necesaria para la solución al problema inflacionario.

Un Consejero añadió que argumentar que la distribución de riesgos en materia de inflación se había ido balanceando era una descripción factual del estado de la macro. Al mismo tiempo, argüir que dicha distribución se había movido en la dirección de una caída más rápida de la inflación y de la actividad no tenía mucho sustento. No era respaldada por la información disponible de actividad, demanda, holguras, mercado laboral, etc., ni tampoco por la simple constatación de los niveles inflacionarios que todavía exhibía la economía. Recordó que el objetivo de la política monetaria era la convergencia de la inflación a la meta de 3% en un plazo de dos años y que ello se basaba en el manejo del ciclo económico. En su opinión, dar la sensación de que un riesgo sobre el desempeño del ciclo económico era lo que comenzaba a guiar la política monetaria, podría poner en riesgo el fin último, que era la convergencia de la inflación al 3% en el horizonte de política de dos años. A su juicio, dar un mensaje de que lo que predominaba en la implementación de la política monetaria era el riesgo de un ajuste de la actividad económica mayor que el que se requeriría para asegurar la convergencia inflacionaria, sería incoherente con la información macro disponible y dañaría la efectividad de la política monetaria.

## 4. Decisión de política monetaria

---

La Presidenta señora Costa y los Consejeros señor Naudon y señor Céspedes votaron por mantener la TPM en 11,25%. El Vicepresidente señor García y la Consejera señora Novy votaron por reducirla en 50 puntos base.

