

# REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

JUNIO 2024





# REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

**Correspondiente a la sesión de política monetaria N° 306, celebrada el 18 de junio 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 también 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 Subrogante, doña Carmen Gloria Escobar Jofré; 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 Asesor del Ministro de Hacienda, don Andrés Sansone Alvo; y la Secretario General, doña Marlys Pabst Cortés.

## 1. Antecedentes

---

La economía local había evolucionado en línea con lo proyectado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de marzo. La actividad se encaminaba a una senda de crecimiento coherente con su tendencia, aunque con heterogeneidad entre sectores. Destacaba que, en línea con lo anticipado, parte del mayor crecimiento de inicios de año había provenido de factores de oferta que habían ido revirtiéndose. Al mismo tiempo, seguían observándose diferencias en el desempeño de los sectores económicos, resaltando el dinamismo de los servicios, mejores cifras de algunas ramas del comercio y la debilidad de la construcción.

La demanda interna mostraba un desempeño algo mejor que lo esperado, particularmente el consumo. La recuperación gradual del gasto de los hogares se daba en el marco de un aumento del empleo y de los salarios reales, que apuntalaban el crecimiento de la masa salarial. En cuanto a la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF), aunque seguía siendo débil, se había detenido el deterioro observado en la segunda mitad del año pasado, reflejo de un comportamiento más estable tanto en maquinaria y equipos como en construcción y obras. En todo caso, todos los componentes de la FBCF continuaban contrayéndose año a año.

La variación anual del IPC total se mantenía en torno a 3,5%, mientras que la del IPC subyacente —sin volátiles— se había reducido de 4,2 a 3,5% entre febrero y mayo (series empalmadas). En el acumulado, las variaciones mensuales de ambas mediciones estaban en línea con lo previsto. La variación anual del



IPC de servicios sin volátiles había descendido de forma importante respecto de fines de 2023 (desde 7% en diciembre hasta 5,3% en mayo), reflejo de la indexación a menores tasas de inflación en un período del año en que se concentran los reajustes a la inflación pasada. Las expectativas de inflación a dos años permanecían en 3%.

En el ámbito externo, los desarrollos continuaban dominados por el ajuste de las expectativas para la política monetaria en Estados Unidos de América. Las proyecciones de crecimiento mundial tenían modificaciones menores, aunque se debía tener presente que varias economías mostraban un desempeño algo mejor que lo previsto.

En relación con las proyecciones, se esperaba que la inflación local tuviera un repunte importante y que su convergencia a la meta ocurriera en la primera mitad de 2026. En ello incidía el impacto del *shock* de oferta asociado al alza de las tarifas eléctricas y el mayor impulso de la demanda interna, debido a los datos de inicios de año y el mayor precio del cobre.

En términos de actividad, al efecto contractivo del costo de la energía en el ingreso real de los hogares se contraponía el mayor impulso del gasto interno, dada la mejora de sus fundamentos y una proyección más alta para el precio del cobre. El valor del metal había aumentado de forma significativa en los últimos meses y el escenario de proyección asumía que más de la mitad de ese aumento sería permanente.

## 2. Análisis y discusión de los antecedentes

---

Respecto del escenario global, se destacaron algunas novedades importantes. Por una parte, se preveía un retraso en el inicio del relajamiento monetario en Estados Unidos de América, lo que había puesto nuevas presiones sobre el dólar a nivel global. Por otra, tanto el precio actual del cobre como sus perspectivas se habían incrementado. Al mismo tiempo, las tasas de interés de largo plazo se ubicaban en niveles altos y aumentaba su sensibilidad a cambios en las perspectivas para las próximas decisiones de la Reserva Federal. Esto ocurría en el marco de una mayor incertidumbre sobre varios factores globales más estructurales.

A nivel local, se confirmaba que parte de las sorpresas que se observaron a comienzos de este año eran de carácter transitorio, tanto en la actividad como en la inflación. También destacaba la apreciación del peso y datos en el margen que sugerían que la demanda interna podría estar mostrando un dinamismo mayor. Se mencionó que el análisis incluido en el IPoM de junio indicaba que el crédito comercial se comportaba acorde con sus fundamentales. No obstante, los datos más recientes mostraban una mayor debilidad, lo que ameritaba ser monitoreado, pues podría estar señalizando en adelante un comportamiento menos favorable en algunos componentes de la demanda.

Con respecto a las proyecciones del escenario central del IPoM de junio, se destacaron dos hechos. Primero, los datos de los últimos meses se ubicaban en línea con lo esperado, aunque la demanda mostraba un desempeño algo mejor que el previsto en el primer trimestre, lo que daba un punto de partida más



dinámico para el gasto. Segundo, había dos factores que incidirían de manera relevante en la evolución de la inflación. Por un lado, el algo mayor dinamismo de la demanda interna, en un contexto en que el mayor precio del cobre mejoraba los términos de intercambio; por otro, el impacto de alzas secuenciales de las tarifas eléctricas en los próximos trimestres.

Sobre el primero de estos factores, se comentó que, en el corto plazo el alza del precio del cobre había generado una apreciación de la moneda —con el consiguiente impacto a la baja en las presiones inflacionarias. No obstante, en el mediano plazo, dado el carácter persistente de una parte del *shock*, habría un mayor dinamismo del gasto interno, lo que agregaría presiones sobre la inflación. Con todo, parte de este efecto se transmitía hacia el sector externo vía importaciones.

En cuanto al segundo factor, el alza de las tarifas era de una magnitud tal que, todo lo demás constante, habría un efecto significativo en el IPC, particularmente en 2025. En el escenario más probable, se consideraba que tendría un efecto limitado en la inflación de mediano plazo, por ser un *shock* de oferta que incidía en el nivel de precios por una vez. Pese a ello, se resaltó que existían escenarios en que los mecanismos de propagación de este *shock* podrían hacer que sus efectos inflacionarios fueran más persistentes que lo esperado según los patrones históricos habituales. Esto podría ocurrir debido a la relevancia de la energía como insumo productivo o por los procesos de indexación a los que estaba sujeta la economía. Por otra parte, también debían tenerse presentes los efectos sobre el ingreso disponible de los hogares, los que podían debilitar la demanda más allá de lo contemplado.

Se destacó que el escenario central de proyección consideraba el impacto de este *shock* como transitorio, aunque importante, y, por tanto, contenía una respuesta de política monetaria que, en promedio, no alteraba el impulso monetario real contemplado en el Informe de marzo. Incluso, se podía plantear que la política monetaria era algo más expansiva si se tenía presente el mejor escenario de demanda agregada producto de los mejores términos de intercambio y de un crecimiento de los socios comerciales levemente mayor. De todas maneras, hubo acuerdo en la necesidad de cautela, pues debía observarse cuidadosamente la evolución de las expectativas de inflación y el impacto de los mecanismos de propagación hacia el resto de los precios.

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

---

Todos los Consejeros coincidieron en que el escenario macroeconómico había evolucionado según lo previsto en marzo. En este contexto, la economía local iba retomando una senda de crecimiento coherente con su tendencia y la inflación seguía disminuyendo, con expectativas de inflación a dos años que se mantenían en 3%. Las novedades del escenario central de proyección eran el mejor punto de partida de la demanda interna, apoyado por el mayor precio del cobre, y el reajuste de las tarifas eléctricas, que impactaría de forma significativa la inflación, particularmente en 2025.

Hubo acuerdo en que las dos novedades más importantes del escenario de proyección sugerían una trayectoria para la TPM nominal algo por sobre la considerada en marzo, tal como estaba contenido en el



IPoM de junio. El Consejo destacó el efecto que tendría el alza de las tarifas eléctricas en la inflación, pero también hizo presente que, dadas sus características, un shock de oferta transitorio, la política monetaria sería capaz de acomodarlo sin que la TPM nominal tuviera una reacción equivalente al alza de la inflación. Se recalcó que esto era condicional a que los efectos de segunda vuelta fueran acordes con lo previsto, lo que sería un tema que el Consejo evaluaría cuidadosamente.

Todos los Consejeros concordaron en que el nivel actual de la TPM seguía por sobre el rango de valores neutrales que se había estimado a fines de 2023, por lo que la política monetaria aún tenía un carácter contractivo. Por lo mismo, en la medida que las brechas de actividad se mantuvieran relativamente cerradas, las presiones inflacionarias de mediano plazo fueran acordes con el logro de la meta de inflación y las expectativas permanecieran ancladas a 3%, la TPM debía seguir reduciéndose durante el horizonte de política monetaria. En lo más inmediato, el escenario central del IPoM de junio consideraba que la TPM había acumulado durante el primer semestre el grueso de los recortes previstos para este año. Coherente con ello, todos los Consejeros evaluaron la opción de reducir la TPM en 25 puntos base (pb). Varios Consejeros evaluaron las opciones de reducirla en 50pb o de mantenerla en 6%.

Respecto de la decisión de reducir la TPM en 25pb se indicó que era la opción que mayor coherencia mostraba con el escenario central del IPoM. Tenía la ventaja de marcar de forma más clara que, pese a la relevancia del *shock* sobre la inflación, este era transitorio, y la política monetaria podía acomodarlo con una TPM que seguiría reduciéndose en los próximos trimestres. Además, era una decisión que, si se materializaba el escenario central, dejaba espacio para una nueva reducción en lo que restaba del año.

En cuanto a las opciones de reducir la TPM en 50pb o mantenerla, se mencionó que tenían validez en la medida que se ponderaban más los escenarios de sensibilidad incorporados en el corredor de la TPM. Por un lado, la opción de mantener se condecía con un escenario donde el impacto en la inflación del mayor gasto y el *shock* de oferta superaran lo previsto, llevando a una política monetaria más contractiva de lo esperado. Se añadía que, dado que en la primera parte del año se había realizado gran parte de los ajustes de la TPM, permitía ir monitoreando la evolución del escenario. Por su lado, la opción de reducir 50pb descansaba en una lectura menos benigna de la evolución reciente del gasto, en una visión más negativa de la debilidad de los datos de crédito comercial en la punta o en que los efectos negativos del alza tarifaria sobre el ingreso disponible serían mayores que los previstos. En contraposición a la opción de reducir en 50pb se planteaba que, de darse el escenario central, adoptar esa decisión podía obligar a una pausa prolongada en el proceso de bajas. Respecto de la opción de mantener se mencionó que podía entregar una señal equívoca acerca de los riesgos que estaba analizando el Consejo.

## 4. Decisión de política monetaria

---

La Presidenta señora Costa y los Consejeros señor Naudon, señor Céspedes y señor Soto votaron por reducir la TPM en 25 puntos base, hasta 5,75%. La Vicepresidenta señora Novy votó por reducirla en 50 puntos base.



MINUTA REUNIÓN DE POLÍTICA MONETARIA JUNIO 2024