

INFORME DE POLITICA MONETARIA

MARZO 2023

Alberto Naudon, Consejero

Presentación en la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile. Martes, 25 de abril de 2023,



PASEO PEATONAL FRUTILLAR
Región de Los Lagos

Política Monetaria del Banco Central de Chile



El dinero juega un rol fundamental en el funcionamiento adecuado de cualquier economía. Para preservar ese rol, la política monetaria debe proteger el valor de la moneda nacional, el peso, buscando que la inflación sea baja y estable. Lograr esto promueve el bienestar de las personas, al cuidar el poder adquisitivo de sus ingresos y procurar que la economía funcione mejor. Cuando se logra que la inflación sea baja y estable, la política monetaria puede además moderar las fluctuaciones del empleo y la producción.

El Banco Central de Chile conduce su política monetaria buscando que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Esto es parecido a lo que se hace en otros países que, como Chile, tienen flotación cambiaria, y es lo que denomina esquema de metas de inflación.

La Tasa de Política Monetaria (TPM) es el principal instrumento que utiliza el Banco para lograr la meta de inflación. Su nivel se decide en la Reunión de Política Monetaria, que se realiza ocho veces al año. En la práctica, la TPM es una tasa de interés de referencia para determinar el costo del dinero y otros precios financieros, como el tipo de cambio y las tasas de interés de más largo plazo. A su vez, estas variables afectan la demanda de bienes y servicios y, por esa vía, los precios y la inflación. Las decisiones de política monetaria toman varios trimestres para verse reflejadas por completo en la economía, lo que justifica que la política monetaria se realice con un punto de vista prospectivo, teniendo como foco primordial la proyección de inflación a dos años plazo y no solo la inflación de hoy.

Como el Banco Central toma sus decisiones de política monetaria autónomamente, debe dar cuenta constantemente de ellas y de sus resultados a la ciudadanía en general. Esto no solo le corresponde por ser un organismo del Estado en una sociedad democrática, sino que también por el hecho que una política monetaria creíble, y que es comprendida por las personas, permite mantener la inflación baja y estable. A través del Informe de Política Monetaria (IPoM), el Banco comunica al público general su visión sobre la evolución reciente de la economía, sus proyecciones para los próximos años y la forma en que, en ese contexto, manejará la política monetaria para cumplir con la meta de inflación.

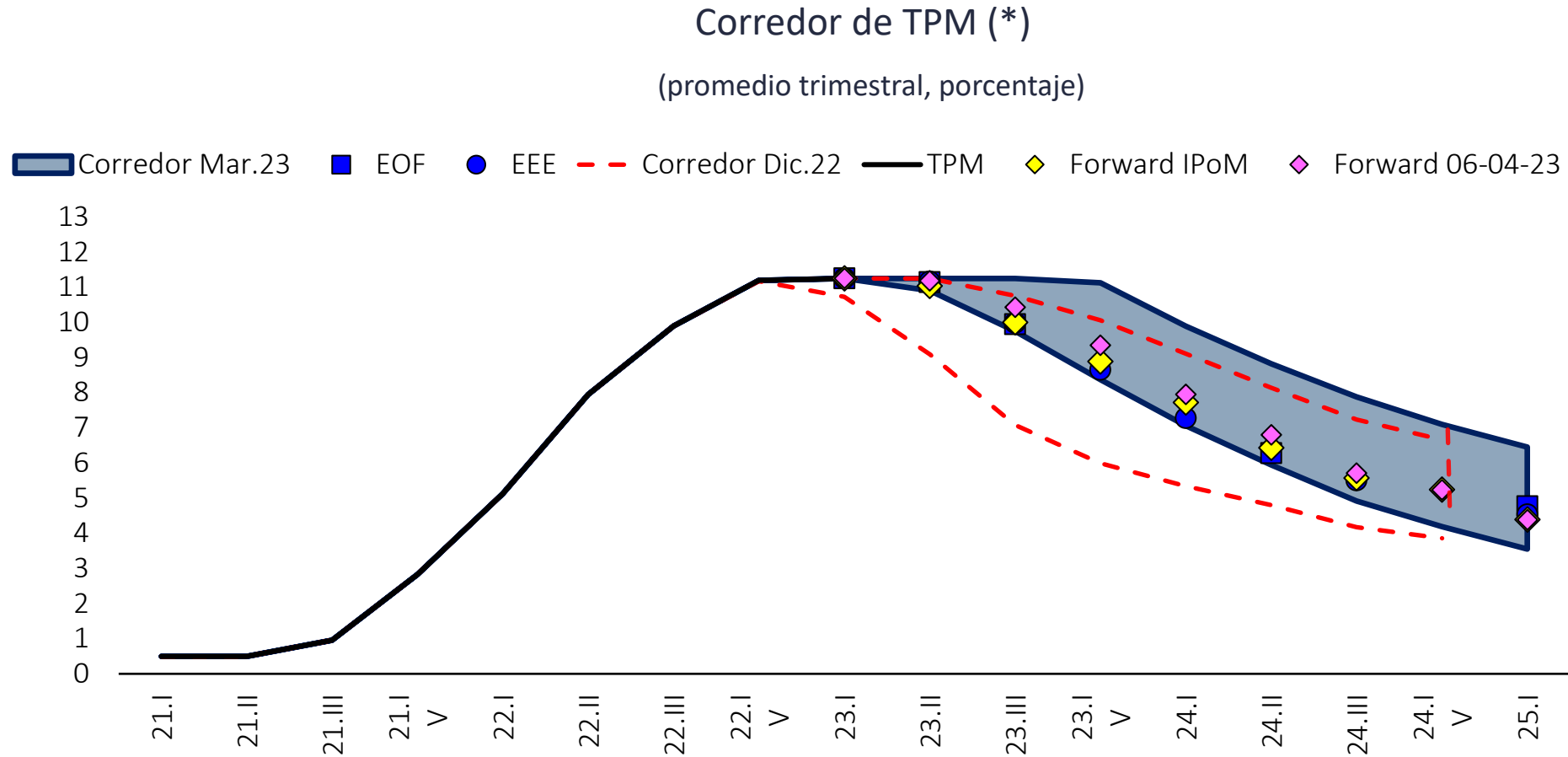


Comunicado RPM del 4 de abril



“La economía se está ajustando más lento que lo previsto y la inflación está tardando más en reducirse. En este contexto, **el Consejo considera que será necesario mantener la TPM en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% se haya consolidado.** De acuerdo con el escenario central del IPoM de marzo, esto tomará más tiempo que lo previsto en diciembre. El Consejo reafirma su compromiso de actuar con flexibilidad en caso de que alguno de los riesgos internos o externos se concrete y las condiciones macroeconómicas así lo requieran.”

Corredor de TPM



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología del [Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020](#) y el [Recuadro V.3 del IPoM de marzo 2022](#). Para mayor detalle, ver nota metodológica (gráfico II.1, Capítulo II, IPoM marzo 2023). Fuente: Banco Central de Chile.

Tres mensajes claves de este IPoM



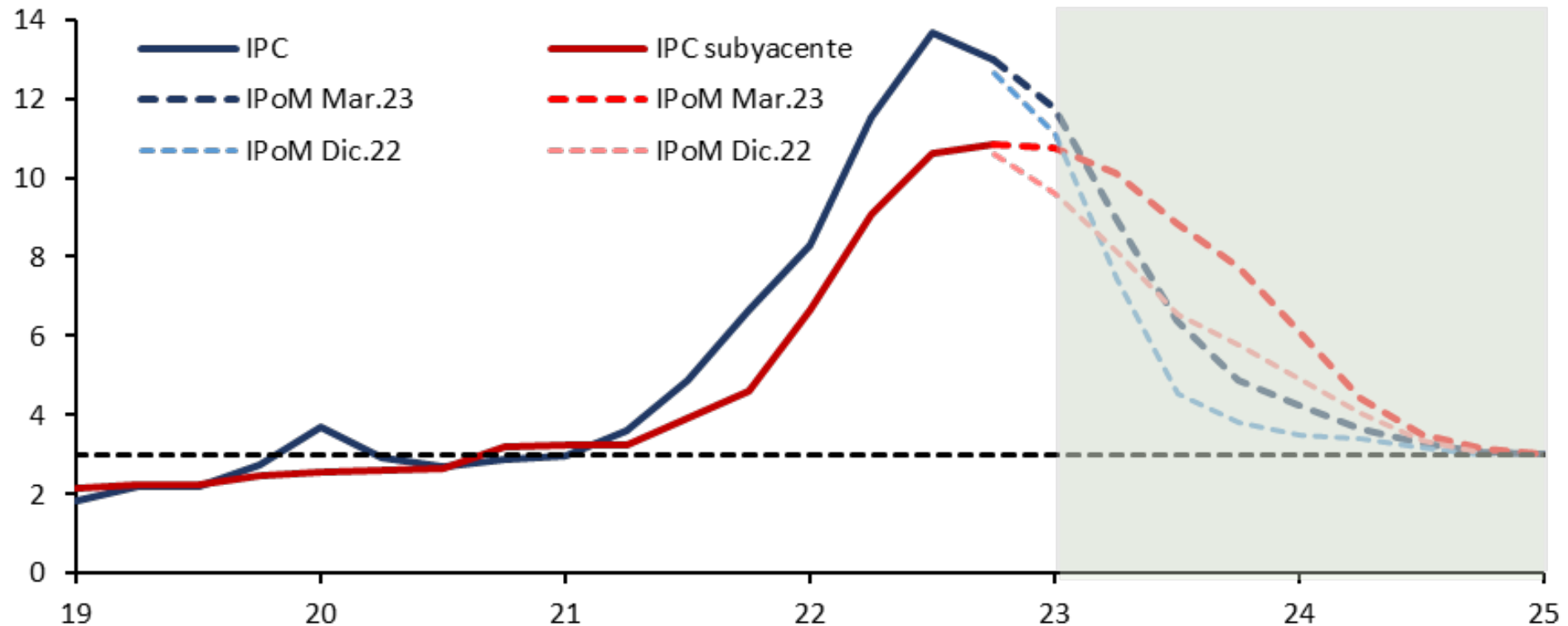
1. El problema de la inflación ha sido más severo, muy relacionado con que la demanda no se ha ajustado.
2. A pesar de la baja en la inflación no hay evidencia de que el proceso de convergencia se haya consolidado. De acuerdo con el escenario central, esto tomará más tiempo que lo previsto en diciembre.
3. Los riesgos que enfrenta la economía chilena siguen siendo muy relevantes.

M1: Inflación efectiva y proyectada



Proyección de inflación del IPC total y subyacente (*)

(variación anual, porcentaje)



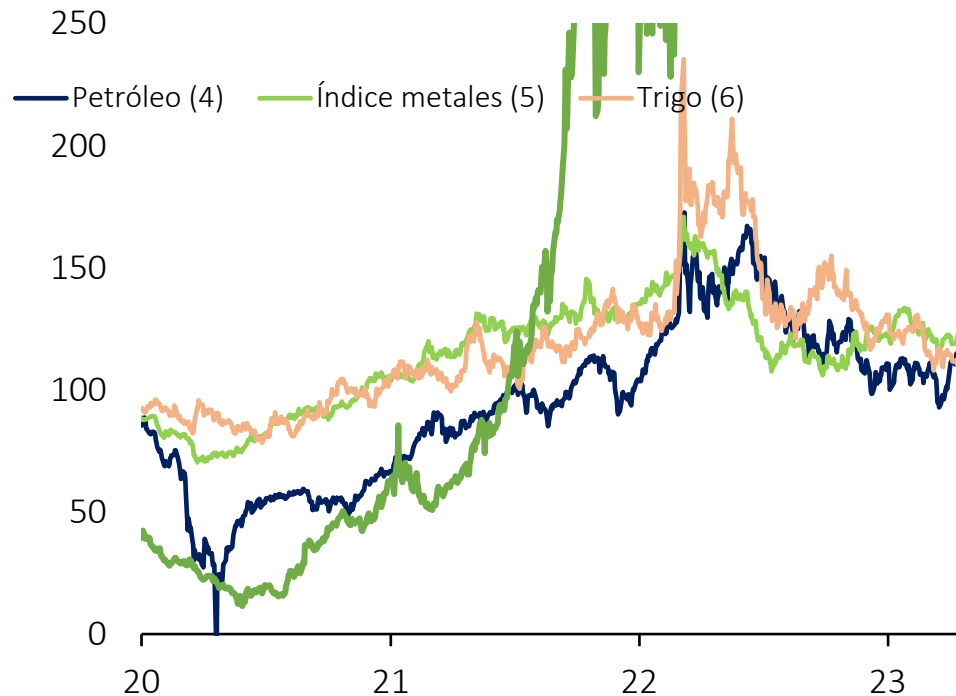
(*) A partir del primer trimestre de 2023, corresponde a la proyección. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas..

M1: Elementos que han ayudado a una menor inflación



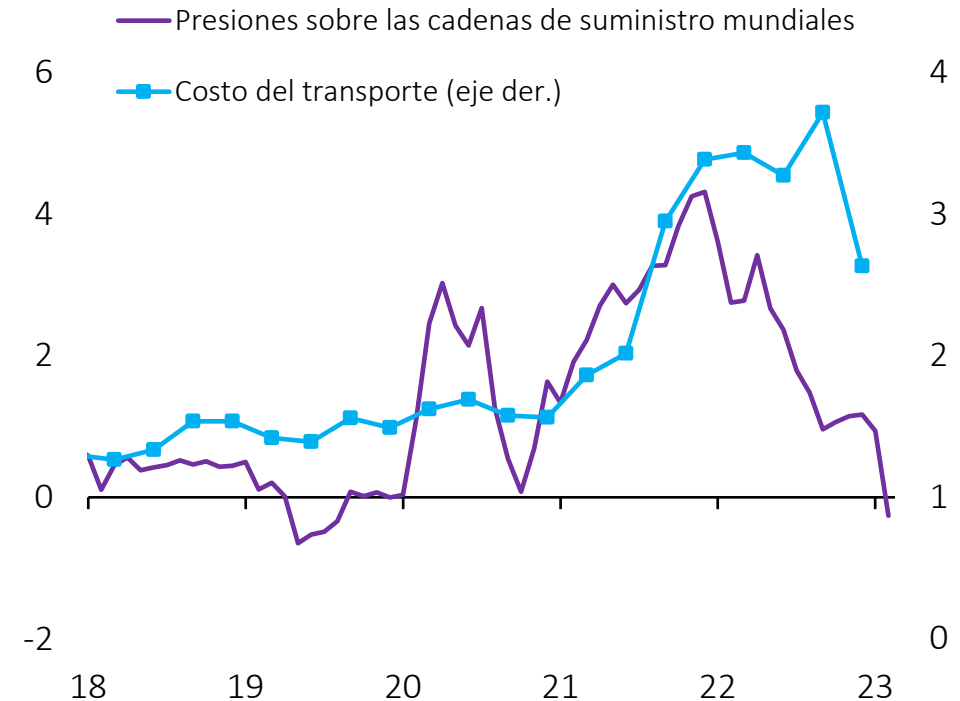
Precios de materias primas (1)

(índice, promedio 2010-2023=100)



Evolución de factores de costos (2)(3)

(porcentaje del PIB, trimestral; desviación estándar del prom. histórico, mensual)

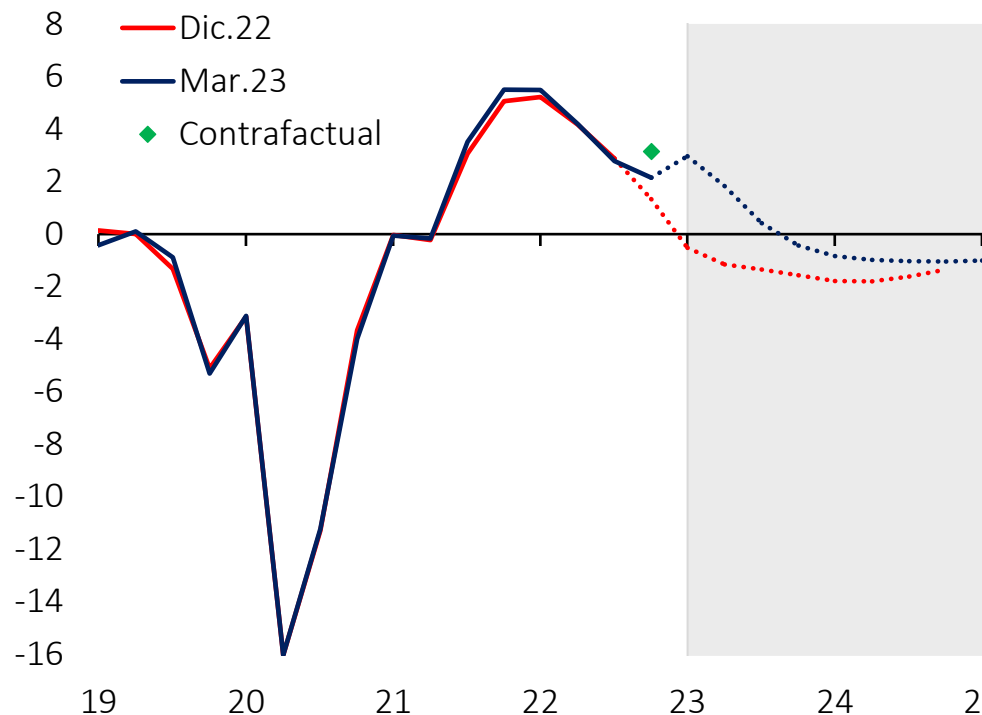


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2022. (2) Para mayor detalle sobre las presiones en las cadenas de suministro mundiales, ver Global Supply Chain Pressure Index. (3) Costo del transporte es calculado como la diferencia entre importaciones CIF y FOB. (4) Promedio WTI-Brent. (5) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals. (6) Corresponde al precio de los futuros a 1 mes. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Fed Nueva York.

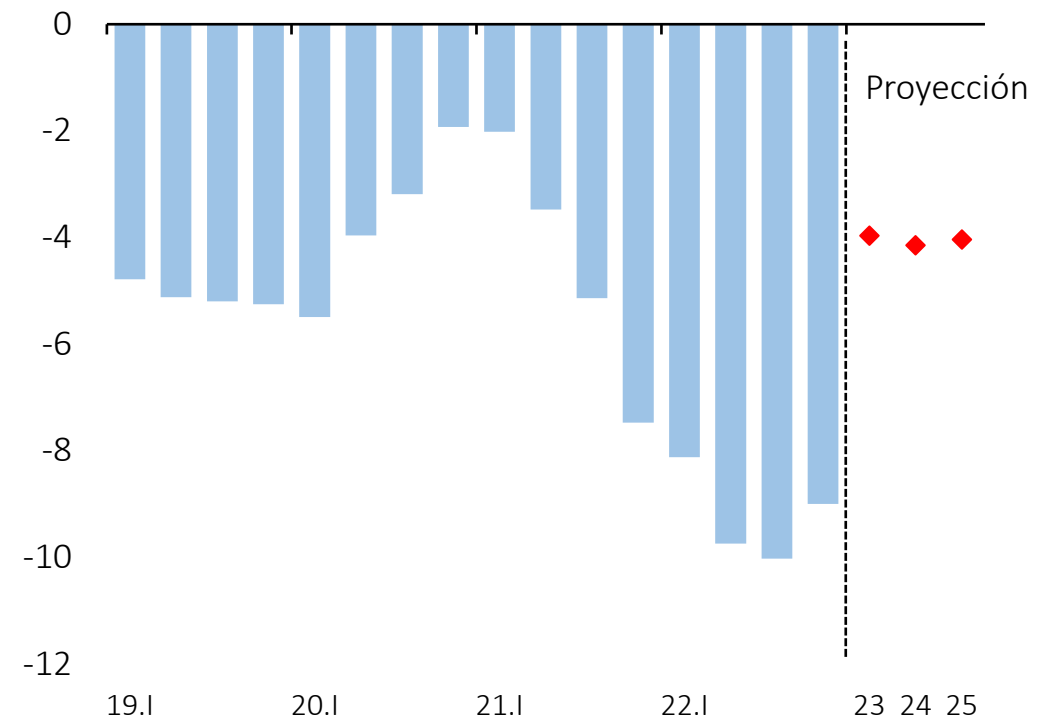
M1: El ajuste de la economía ha sido más lento



Brecha de actividad (1) (2) (3)
(nivel, puntos porcentuales)



Cuenta corriente (4)
(porcentaje del PIB, últimos doce meses)



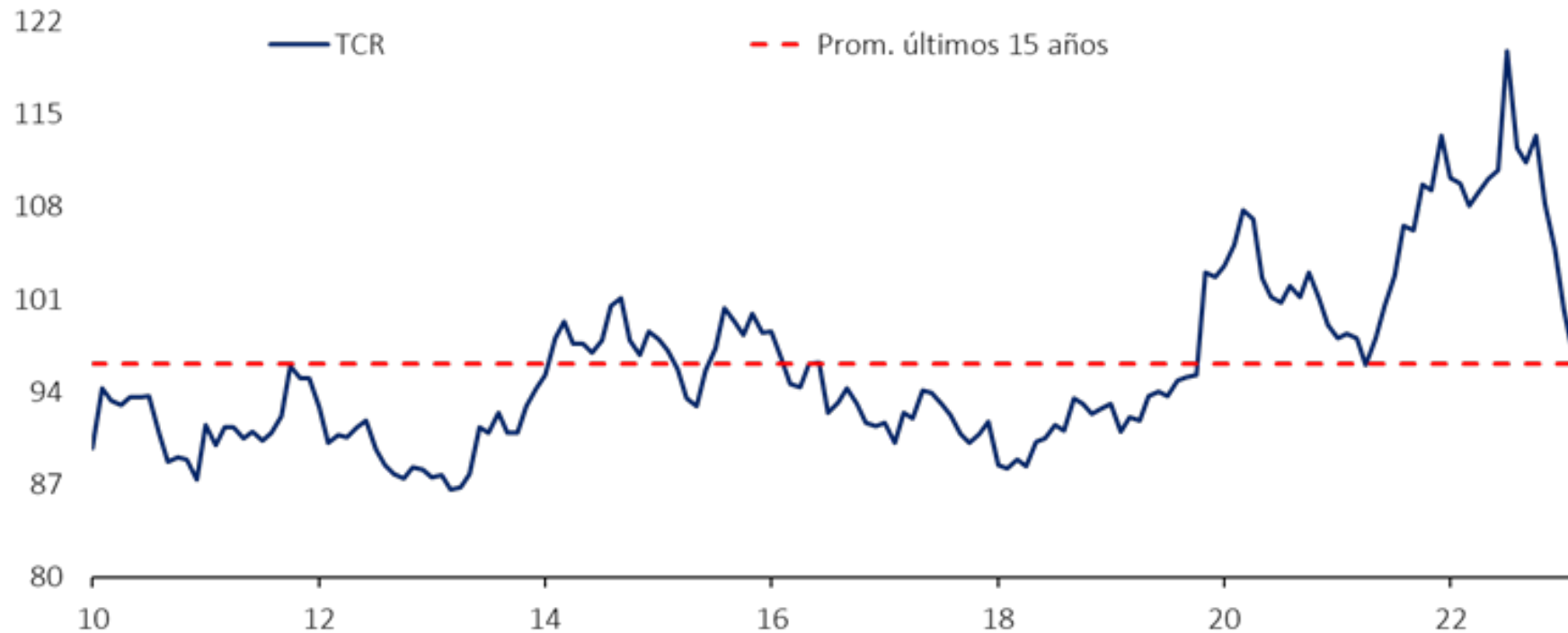
(1) Construido a partir de datos desestacionalizados. Líneas punteadas corresponden a las proyecciones. (2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Diciembre 2022 (tendencial) con revisión metodológica de PIB potencial. (3) Contrafactual para cuarto trimestre de 2022 se estima suponiendo que la medida de valor agregado del sector Transporte se mantiene en el nivel alcanzado en el tercer trimestre del 2022 lo que equivale a una velocidad nula. Resto de los sectores no mineros utilizan velocidades publicadas. Para el cuarto trimestre, tanto la brecha efectiva como contrafactual se calculan usando el mismo PIB potencial. (4) Datos efectivos trimestrales. Rombos rojos corresponden a proyecciones para cada año. Fuente: Banco Central de Chile.

M1: Incertidumbre respecto del nivel de LP del TCR



Tipo de cambio real (TCR) (1)(2)

(índice promedio 1986=100)



(1) Dato de marzo 2023 corresponde al promedio preliminar del mes. (2) Promedio de los últimos 15 años corresponde al período abr.08-mar.23 Fuentes: Banco Central de Chile.

M2: Tres elementos a tener en cuenta



De acuerdo con el escenario central, la consolidación del proceso de convergencia inflacionaria tomará más tiempo que lo previsto en diciembre

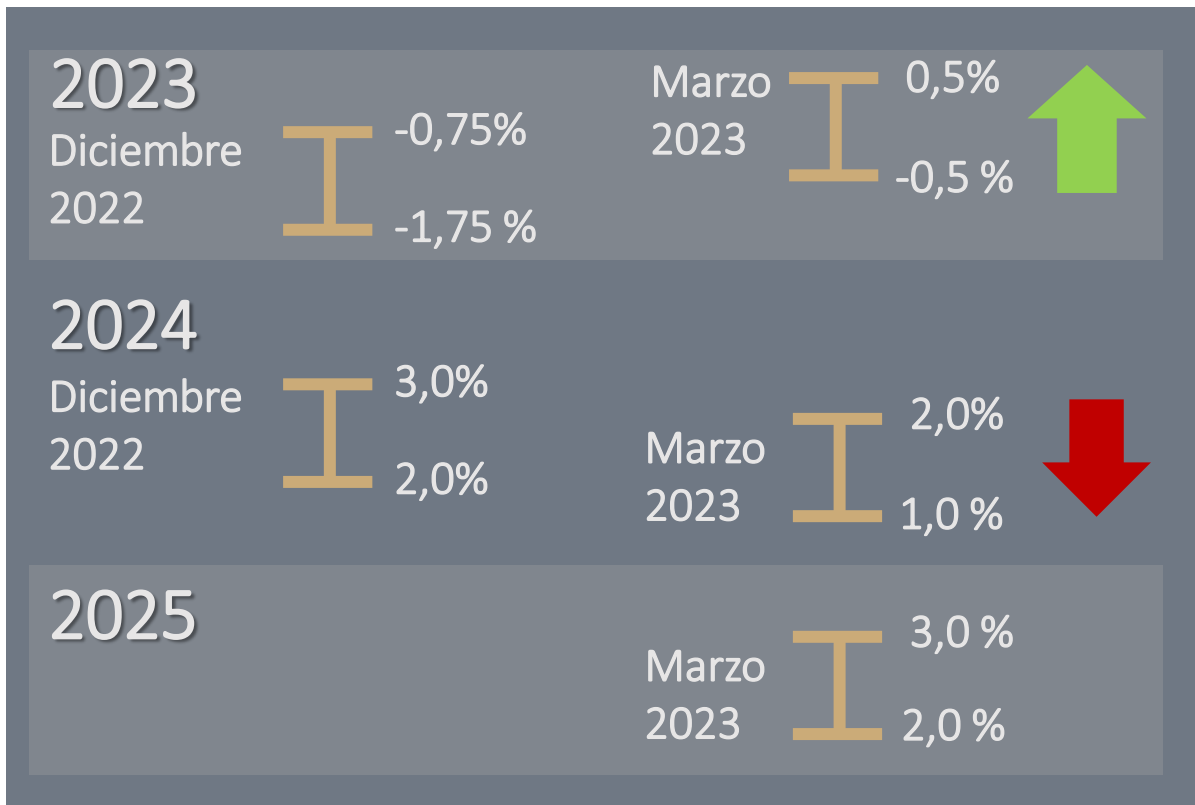
Tres elementos a tener en cuenta:

1. La evolución de la inflación.
2. La evolución de la actividad.
3. La evolución de la expectativas.

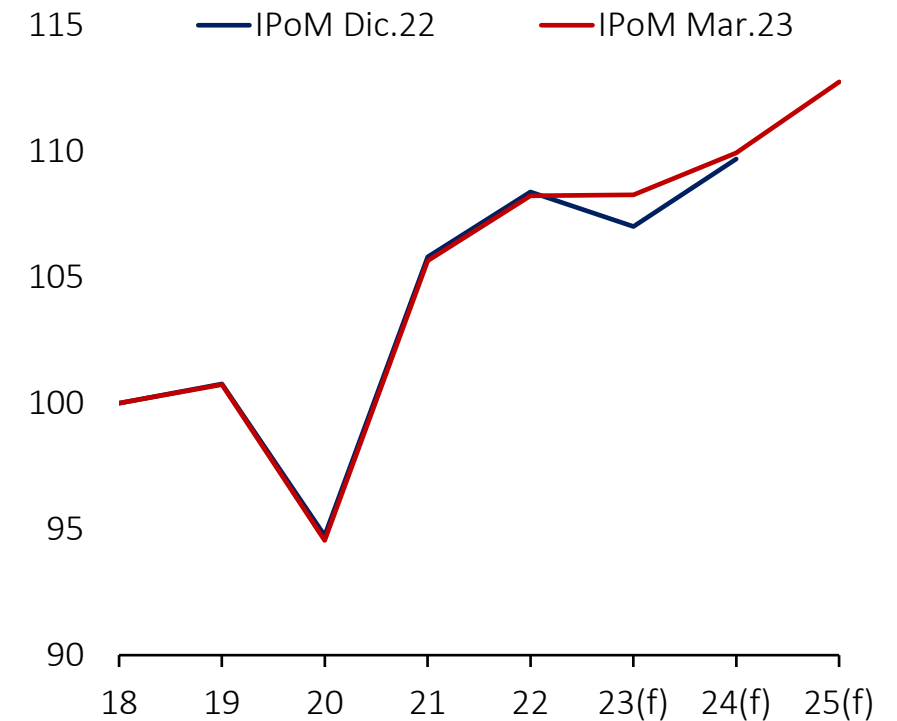
M2: Un ajuste que se retrasa, pero que es necesario



Proyecciones de crecimiento del PIB (1)
(variación anual, porcentaje)



Proyecciones PIB (2)
(índice 2018=100)



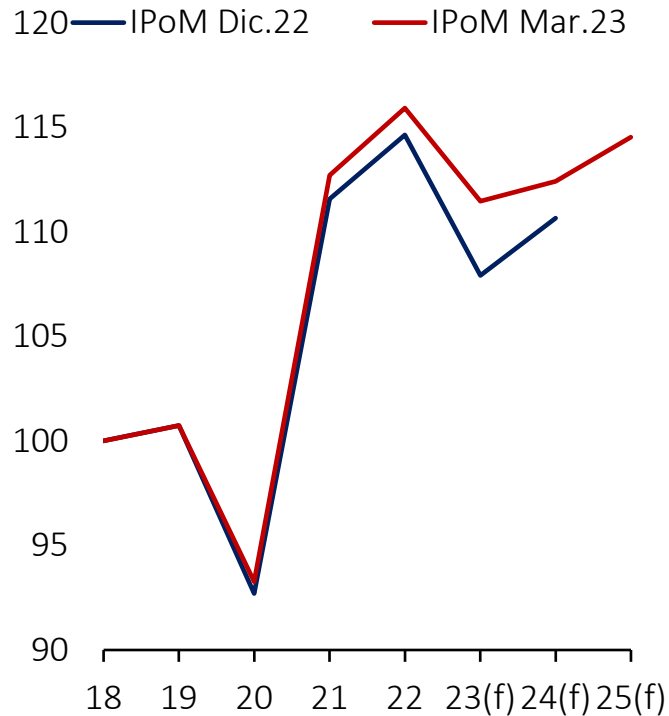
(1) Proyecciones contenidas en cada IPoM. Flechas indican cambio respecto de proyección de diciembre de 2022. (2) Las proyecciones consideran el punto medio de los rangos de crecimiento publicados en este IPoM. (f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

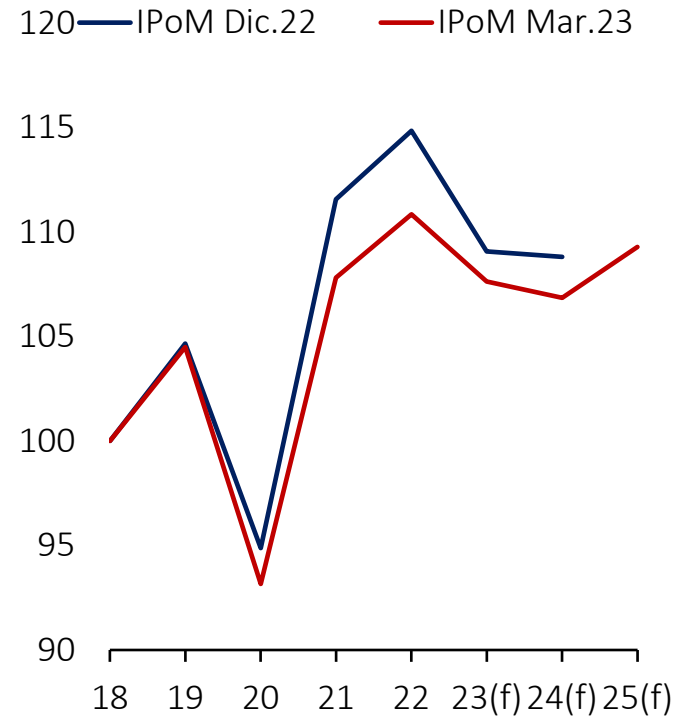
M2: Un ajuste más marcado en el consumo



Consumo privado
(índice 2018=100)



Formación bruta de capital fijo (FBCF)
(índice 2018=100)



Proyecciones demanda interna (*)
(variación real anual, porcentaje)

| | Consumo privado | | | Inversión | | |
|--------------------|-----------------|------|------|-----------|------|------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| IPoM Dic.22 | -5,9 | 2,5 | | -5,0 | -0,2 | |
| IPoM Mar23 | -3,8 | 0,9 | 1,9 | -2,9 | -0,7 | 2,3 |
| EEE | -3,5 | 2,0 | | -4,3 | 1,9 | |
| CF | -2,6 | 2,3 | | -2,4 | 2,1 | |

(f) Proyección. (*) La EEE y Consensus Forecasts consideran las mediciones de marzo de 2023.

Fuentes: Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.

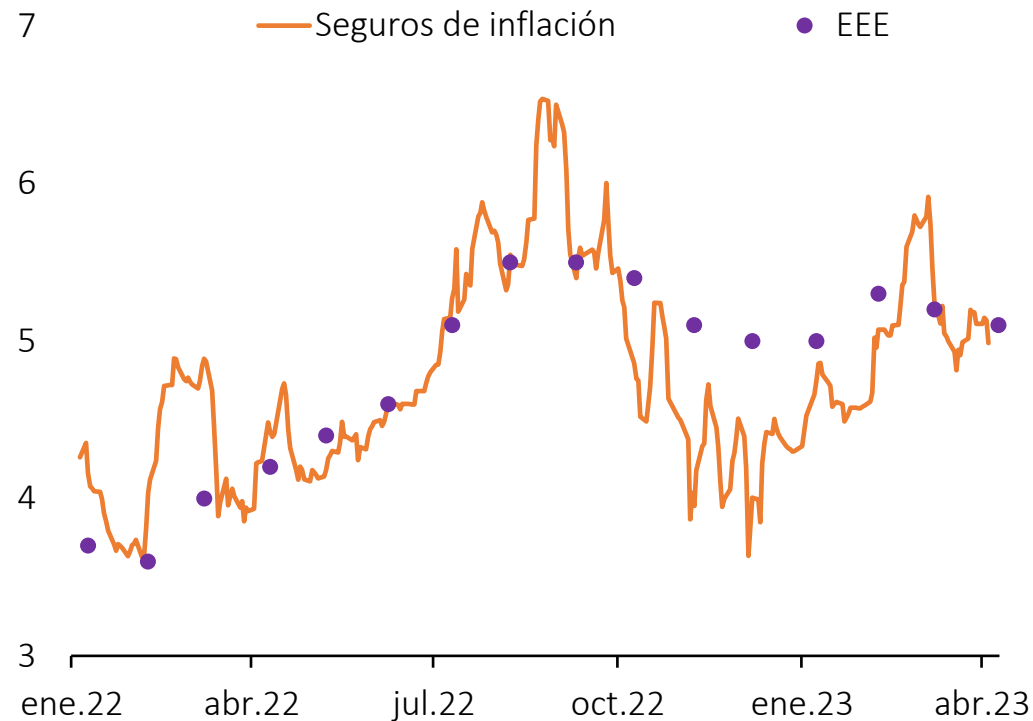
M2: La evolución de las expectativas de inflación sigue siendo un tema de preocupación



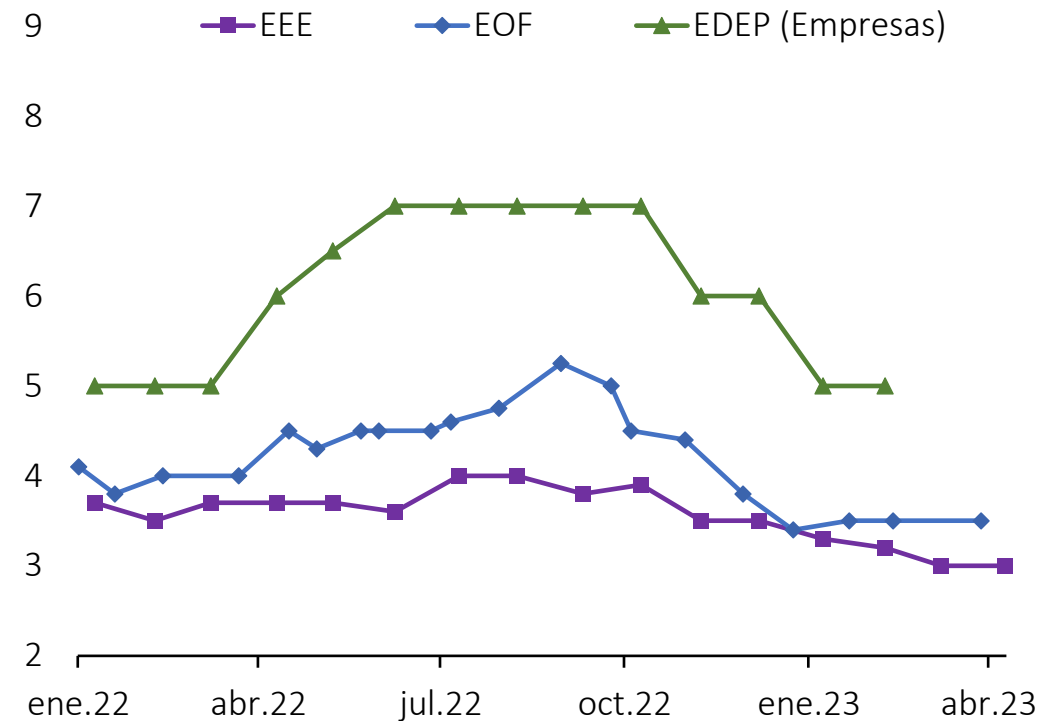
Expectativas de inflación

(variación anual, porcentaje)

a) A diciembre de 2023



b) A dos años plazo



Fuentes: Banco Central de Chile y Tradition Chile.

M3: Escenarios de riesgo y sus costos



Escenarios de riesgo



La evolución del escenario externo requiere de un monitoreo constante.

- En un escenario de interrupción significativa de las condiciones financieras globales, es de esperar un deterioro importante de la economía mundial y local, con impactos significativos en la trayectoria inflacionaria de mediano plazo.
- Esto conllevaría reducciones de la TPM aún más rápidas que las señaladas por el borde inferior del corredor de la TPM.

Además, el problema inflacionario aún no está resuelto.

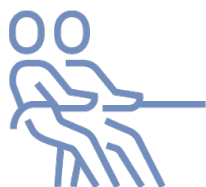
- El proceso de convergencia de la inflación no se ha consolidado. Esta sigue siendo muy elevada, con un componente subyacente que no ha mostrado descensos en los últimos meses.
- El ajuste del gasto privado se ha dado a una velocidad menor que la esperada.
- Algunas medidas de expectativas de inflación permanecen por sobre 3% a dos años plazo.
- Un escenario donde el consumo privado retome tasas de crecimiento más significativas comprometería la convergencia de la inflación a la meta y podría requerir nuevas alzas de la TPM.

Palabras finales



La inflación se ha mantenido elevada por un largo período de tiempo. Destacan los altos registros del componente subyacente, que ha sorprendido al alza en los últimos meses y bordea los máximos alcanzados en 2022. La permanencia de una inflación elevada es fruto de múltiples *shocks* de distinta naturaleza, cuya magnitud y concatenación han exacerbado sus impactos.

Un elemento muy importante tras esta resistente inflación es que la economía no ha logrado reducir los efectos del exceso de gasto de años anteriores. De hecho, la economía continúa en una senda ajuste que tuvo inicio el año pasado, pero que ha ocurrido a una velocidad menor que lo presupuestado. En particular, la reducción del consumo de los hogares ha sido lenta, lo que tiene implicancias relevantes en la dinámica inflacionaria.



Reducir la inflación es una condición ineludible para que el desempeño económico mejore de forma sostenible y la economía sea capaz de hacer frente de la mejor forma posible a los impactos de los *shocks* provenientes del exterior. Particularmente relevante es que todas las políticas apunten en la misma dirección, lo que exige evitar aquellas que impulsen el gasto privado más allá de sus posibilidades.

En este contexto, el Consejo considera que será necesario mantener la TPM en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% se haya consolidado. De acuerdo con el escenario central del IPoM de marzo, esto tomará más tiempo que lo previsto en diciembre. El Consejo reafirma su compromiso de actuar con flexibilidad en caso de que alguno de los riesgos internos o externos se concrete y las condiciones macroeconómicas así lo requieran.





INFORME DE POLITICA MONETARIA
MARZO 2023

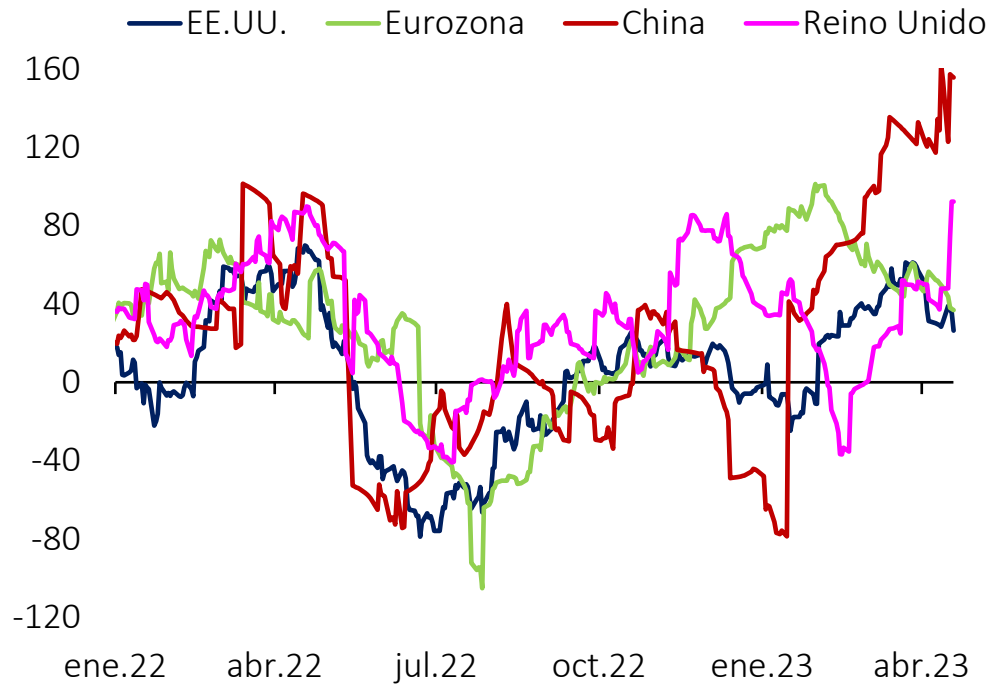
[bcentral.cl](https://www.bcentral.cl)



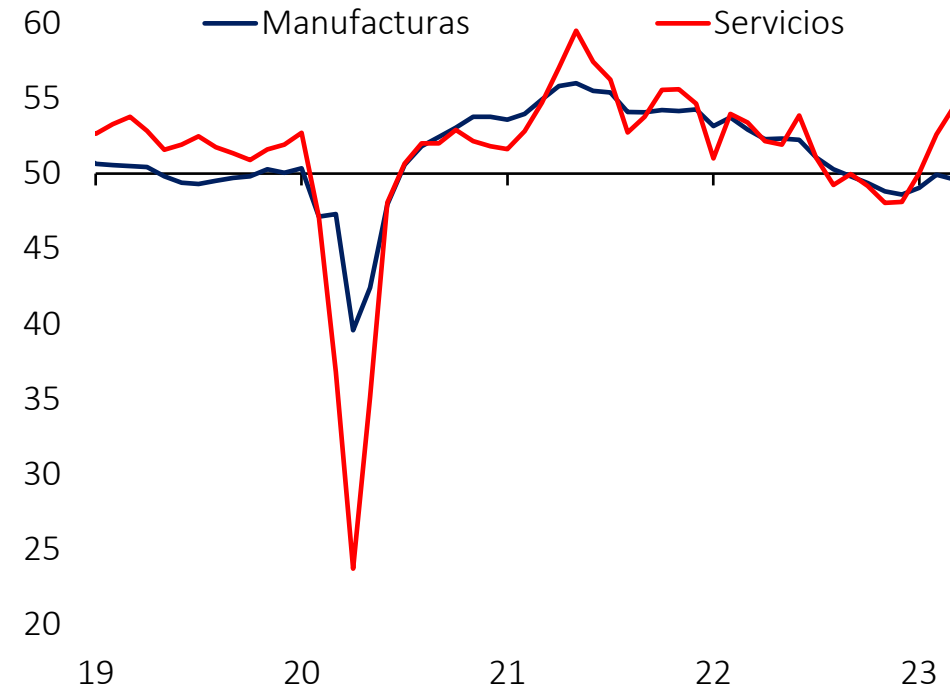
Escenario externo



Sorpresas económicas (Citi) (índice)



Expectativas de las empresas (PMI Global) (índice, series desestacionalizada)



Fuentes: Bloomberg y JPMorgan.

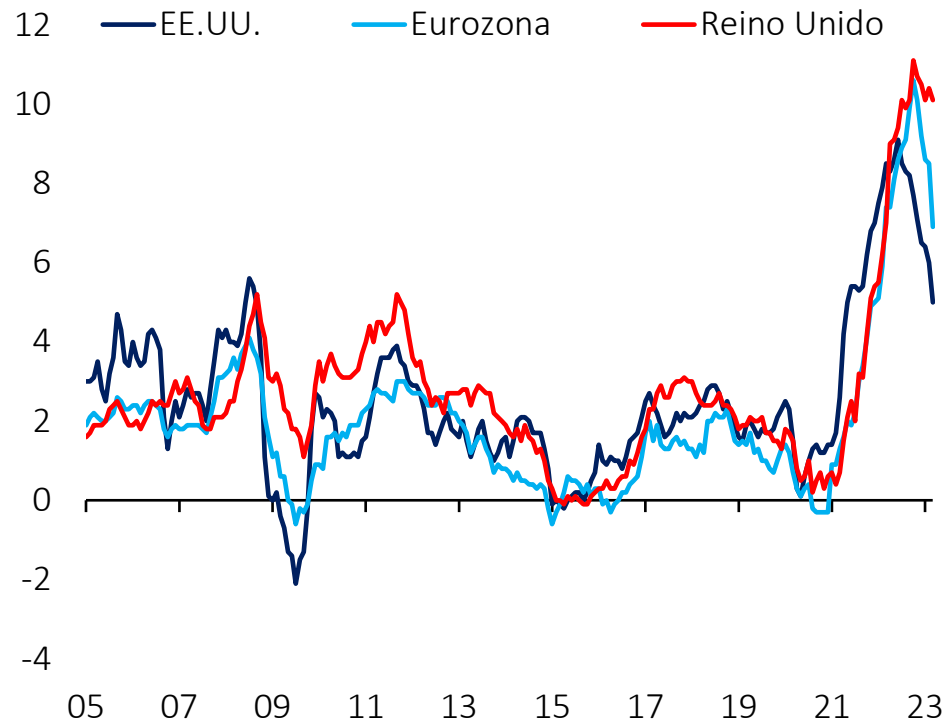
Escenario externo



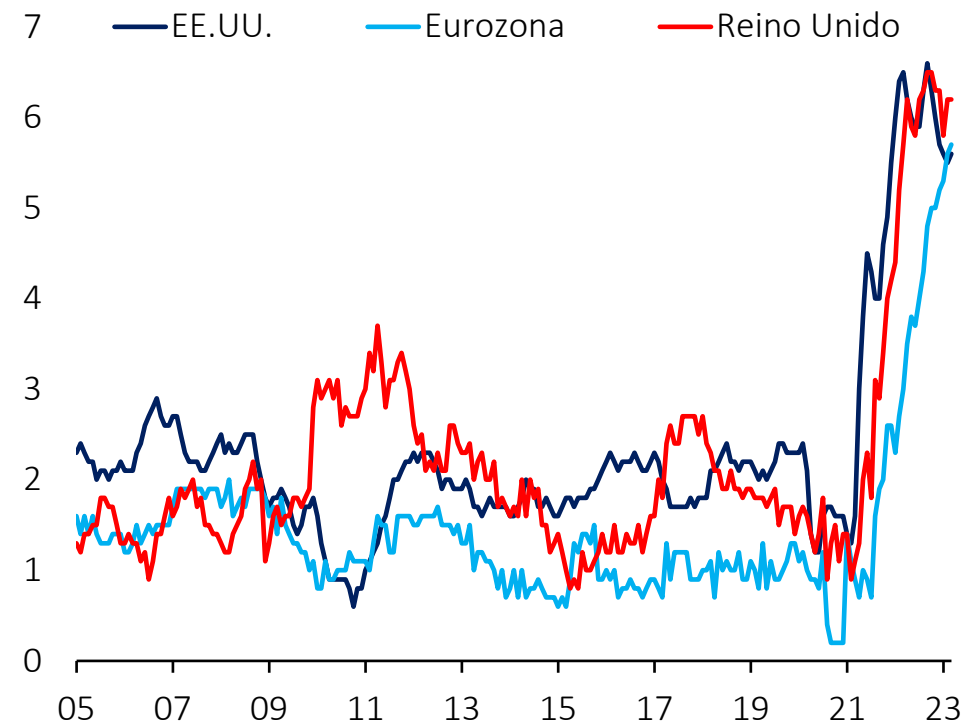
Inflación en economías desarrolladas

(variación anual, porcentaje)

Total



Subyacente

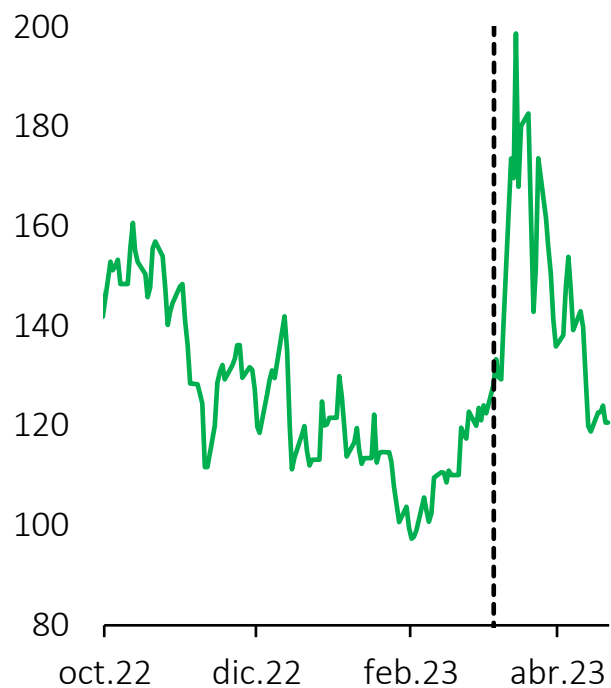


Fuente: Bloomberg.

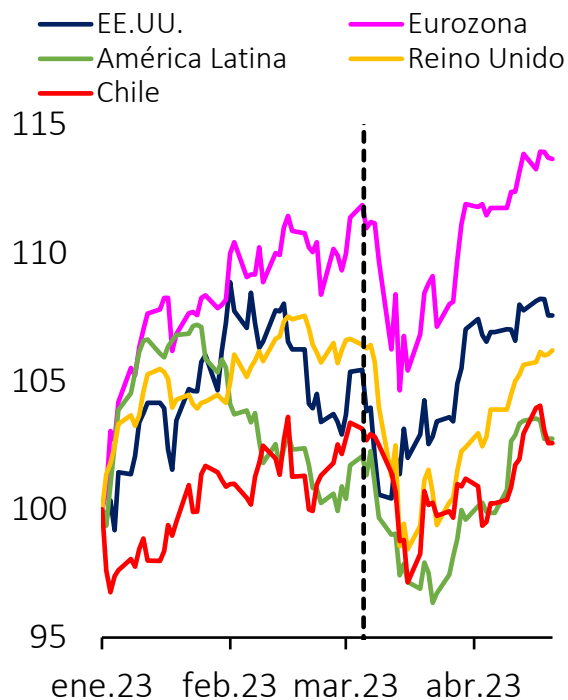
Escenario externo



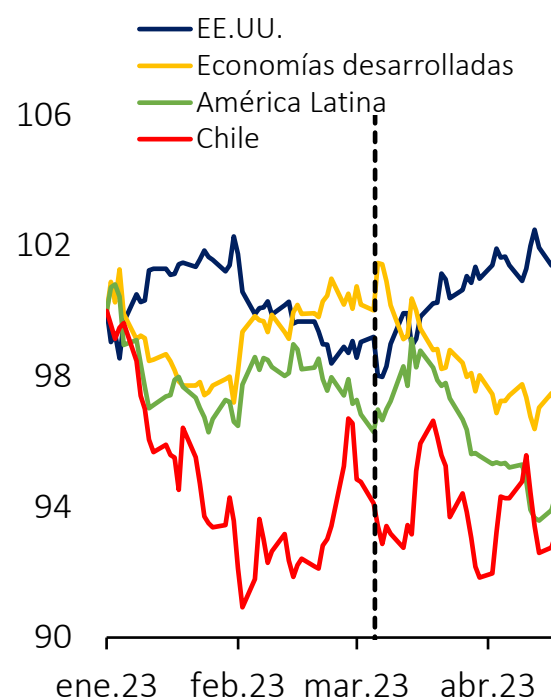
MOVE Index (1)(2)
(índice)



Mercados bursátiles (1)(3)
(índice 02.ene.23=100)



Monedas (1)(3)(4)
(índice 02.ene.23=100)

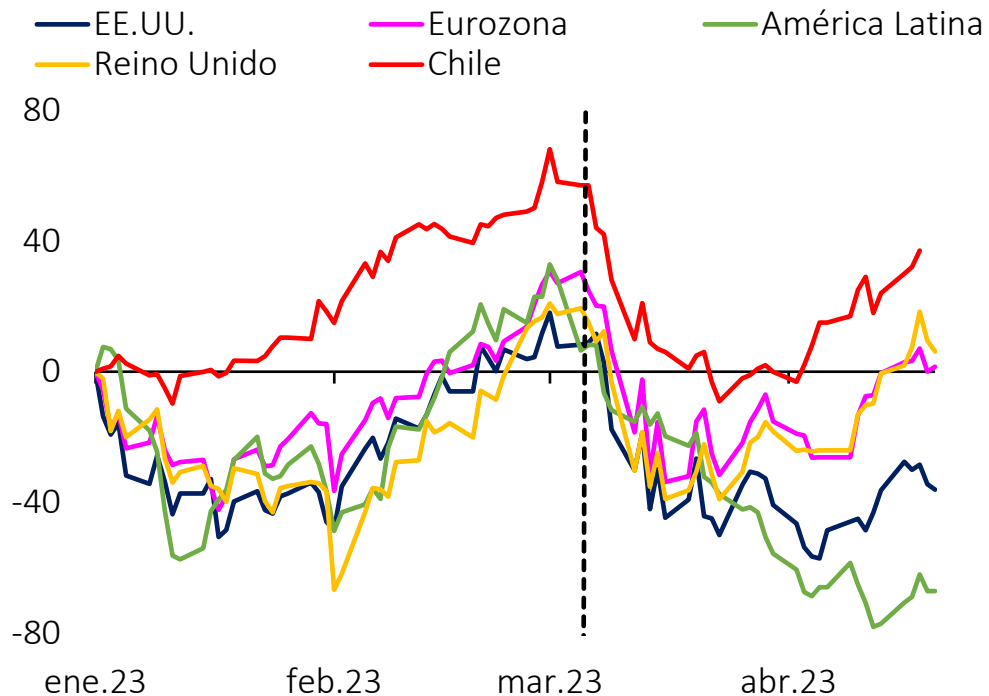


(1) Línea vertical punteada corresponde al 7 de marzo de 2023. (2) Mide la volatilidad implícita en opciones sobre el bono del Tesoro de EE.UU. con distintas duraciones a un mes. (3) Para América Latina, considera el promedio simple entre Brasil, México, Colombia y Perú. (4) Un aumento (descenso) indica una depreciación (apreciación) de la respectiva moneda. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

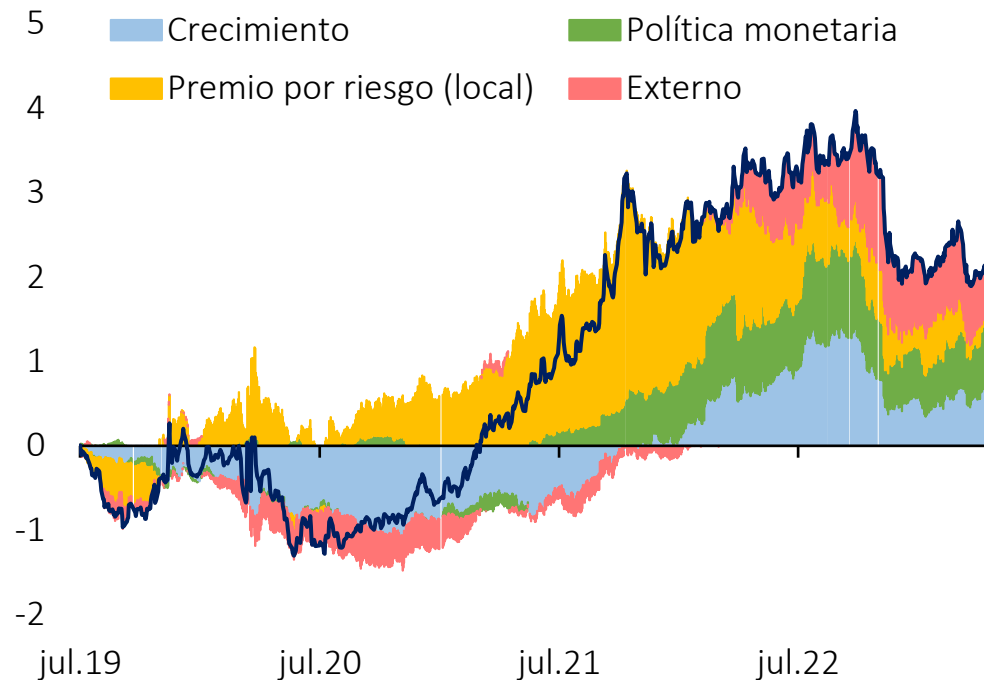
Escenario externo



Tasas a 10 años nominales (1)(2)
(dif. respecto de 02.ene.23, puntos base)



Descomposición estructural de la tasa cero a 10 años (3)
(puntos base, acumulado desde el 01.jul.2019)

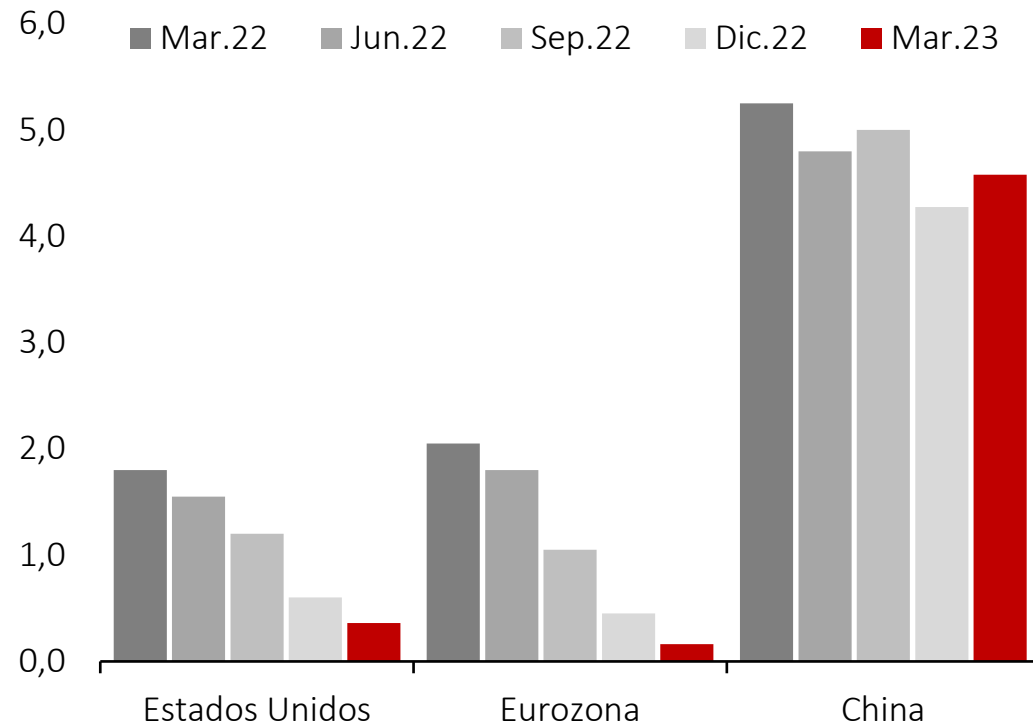


(1) Línea vertical punteada corresponde al 7 de marzo de 2023. (2) Para América Latina, considera el promedio simple entre Brasil, México, Colombia y Perú. (3) Descomposición histórica de la tasa larga proveniente de un BVAR basado en la estrategia de identificación propuesta por [Eterovic y Eterovic \(2022\)](#), incorporando un bloque externo. El bloque exógeno engloba todos los *shocks* de EE.UU. (política monetaria, crecimiento, aversión al riesgo y riesgo puro), los que se han agregado por simplicidad. Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

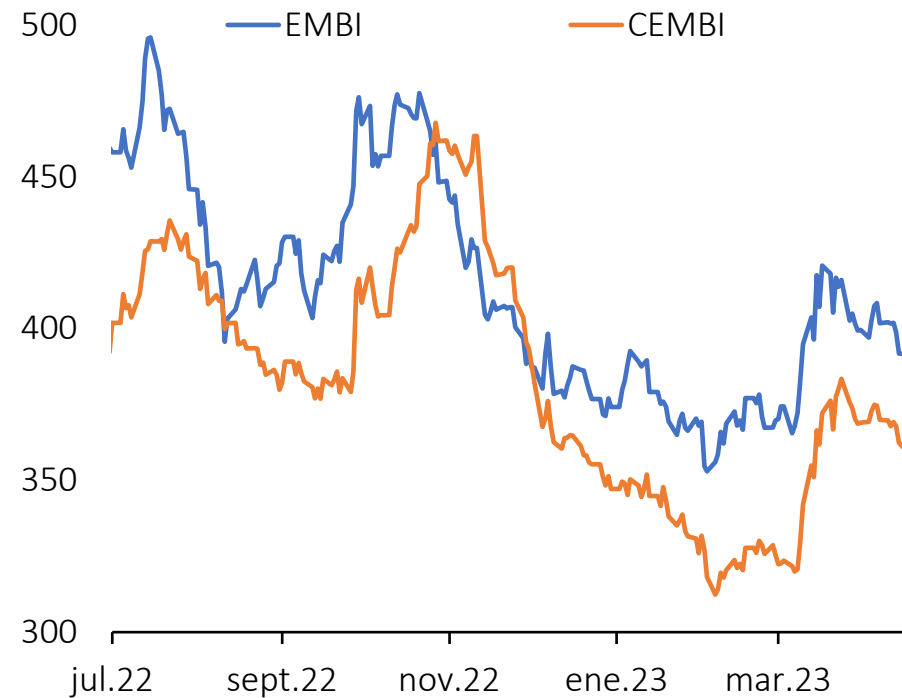
Escenario externo



Proyecciones de crecimiento mundial 2023-2024 (*)
(variación anual, porcentaje)



Premios por riesgo global
(puntos base)



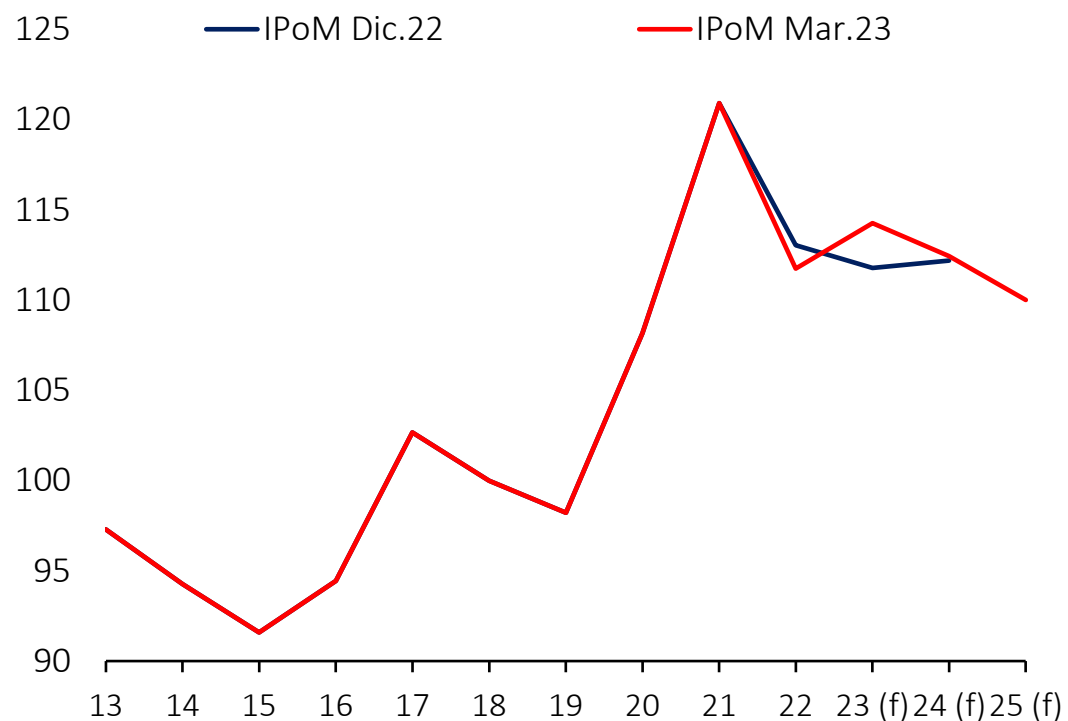
(*) Promedio de ambos años.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Escenario externo



Términos de intercambio

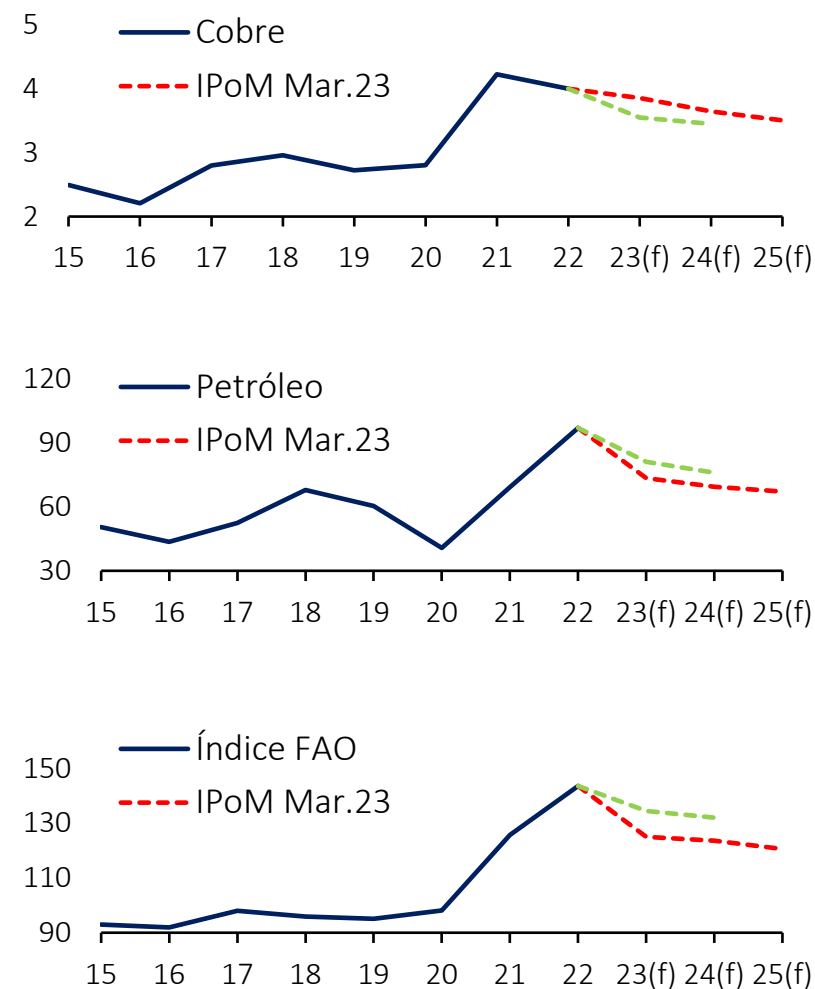
(nivel, 2018=100)



(f) Proyección. (1) Para el petróleo es el precio promedio entre el barril WTI y Brent. Para alimentos es el índice FAO. (2) Precio/índice efectivo corresponde al promedio de cada año. Líneas punteadas corresponden a las proyecciones 2023-2025 contenidas en cada IPoM. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y FAO.

Precios efectivos y proyecciones (1) (2)

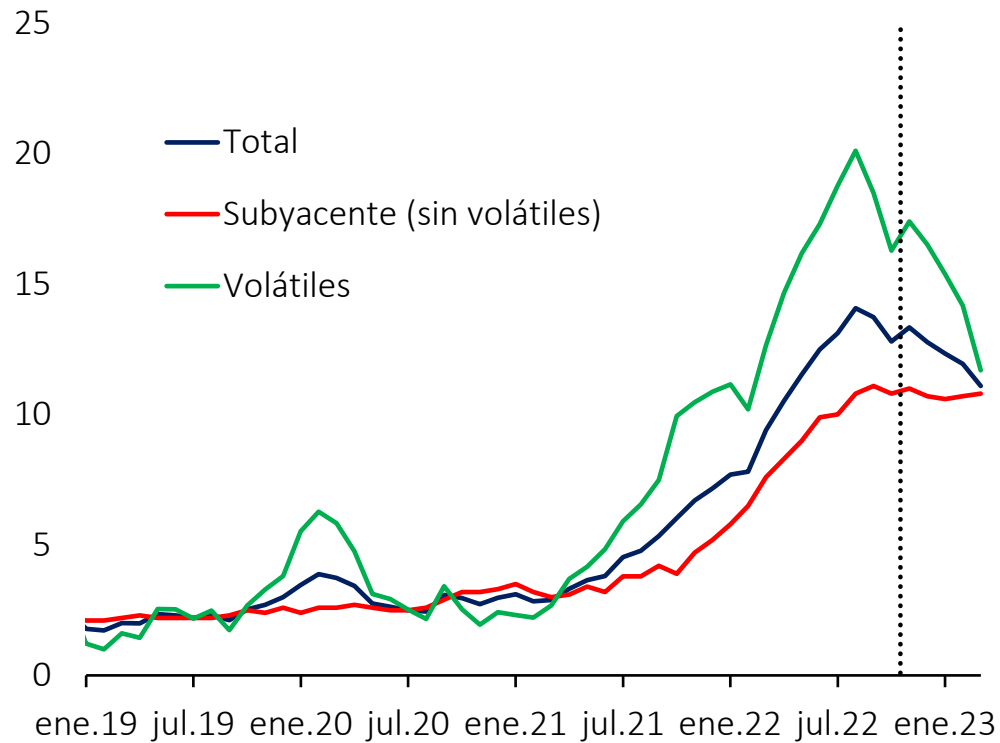
(dólares la libra; dólares el barril; índice)



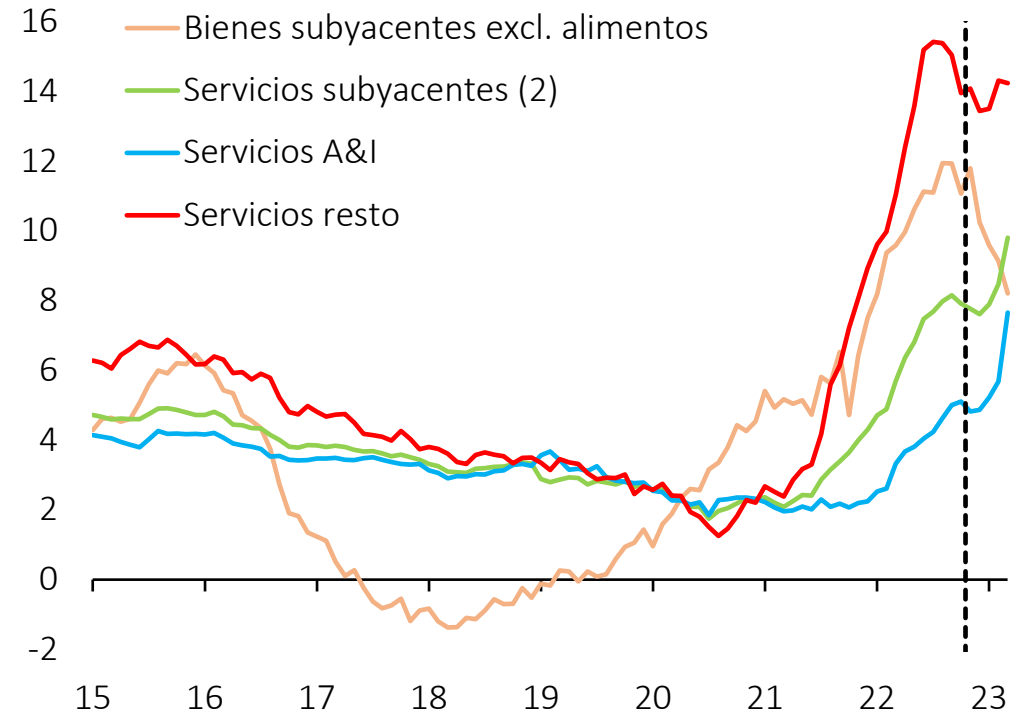
Escenario local: inflación



Indicadores de inflación (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



Inflación subyacente (1)
(variación anual, porcentaje)



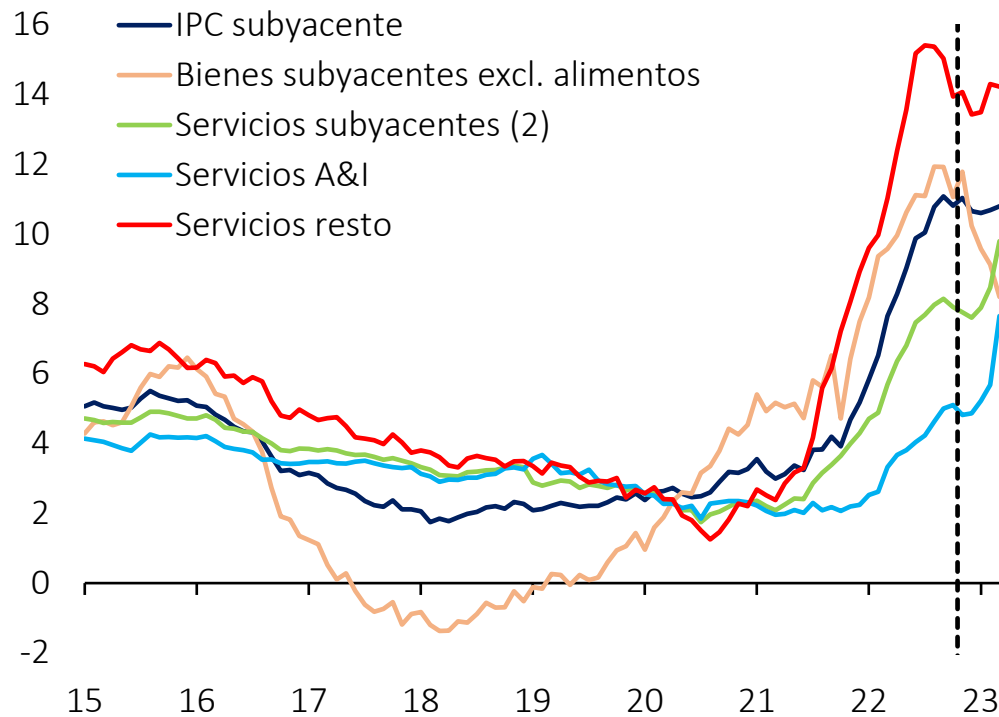
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2022. (2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver [Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019](#), [Carlomagno y Sansone \(2019\)](#) y [Glosario económico](#). Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Escenario local: inflación



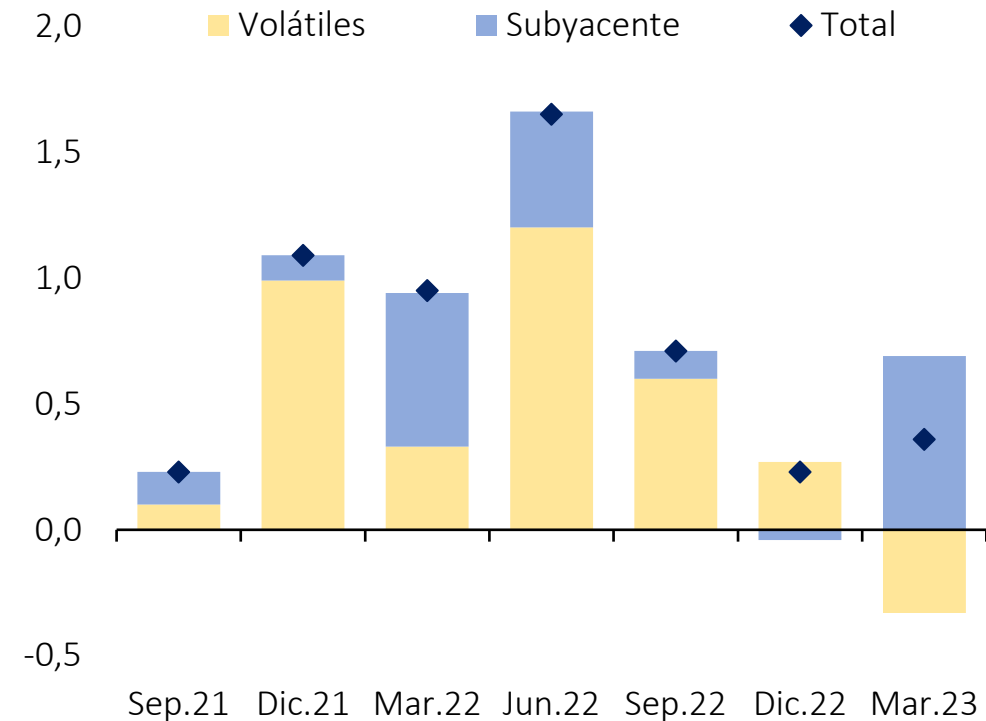
Inflación subyacente (1)

(variación anual, porcentaje)



Sorpresas inflacionarias por componentes (3)

(puntos porcentuales)

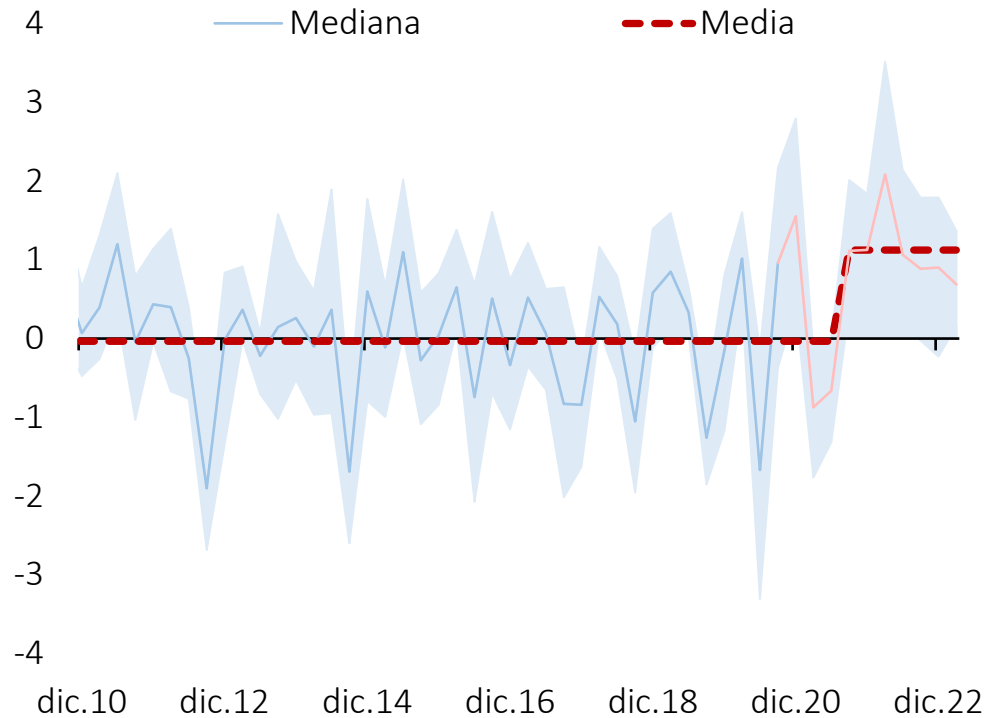


(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2022. (2) Corresponde a la suma de Servicios Administrados e Indexados y Servicios resto. (3) Sorpresas acumuladas en cada IPoM. Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

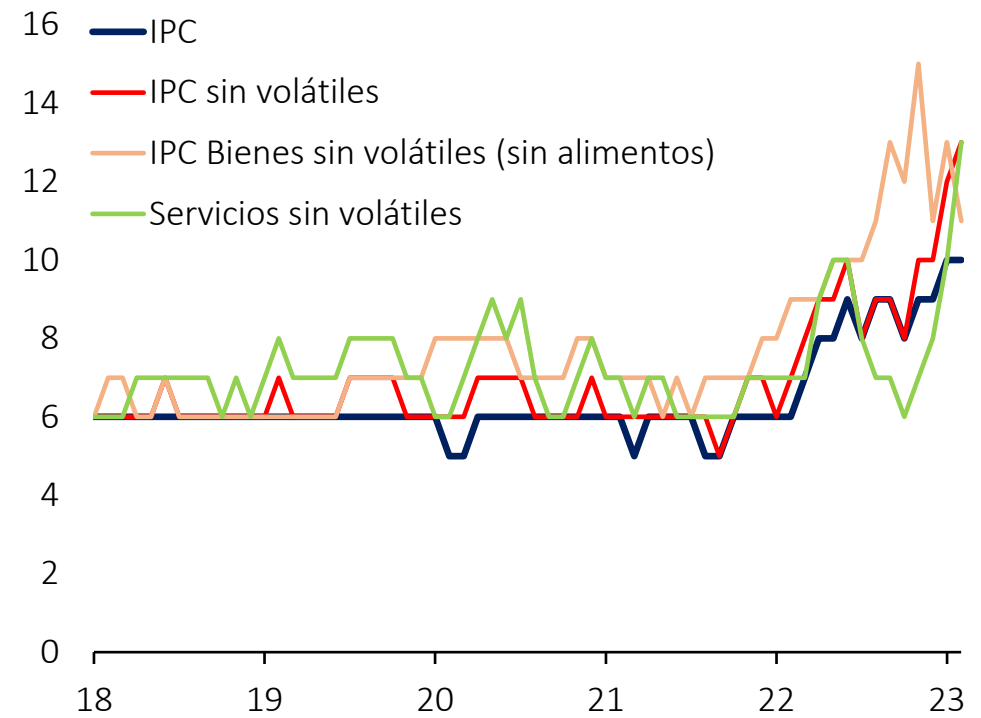
Escenario local: inflación



Shocks de demanda estimados (*)
(desviaciones estándar)



Vida media de *shocks* al IPC
(meses)



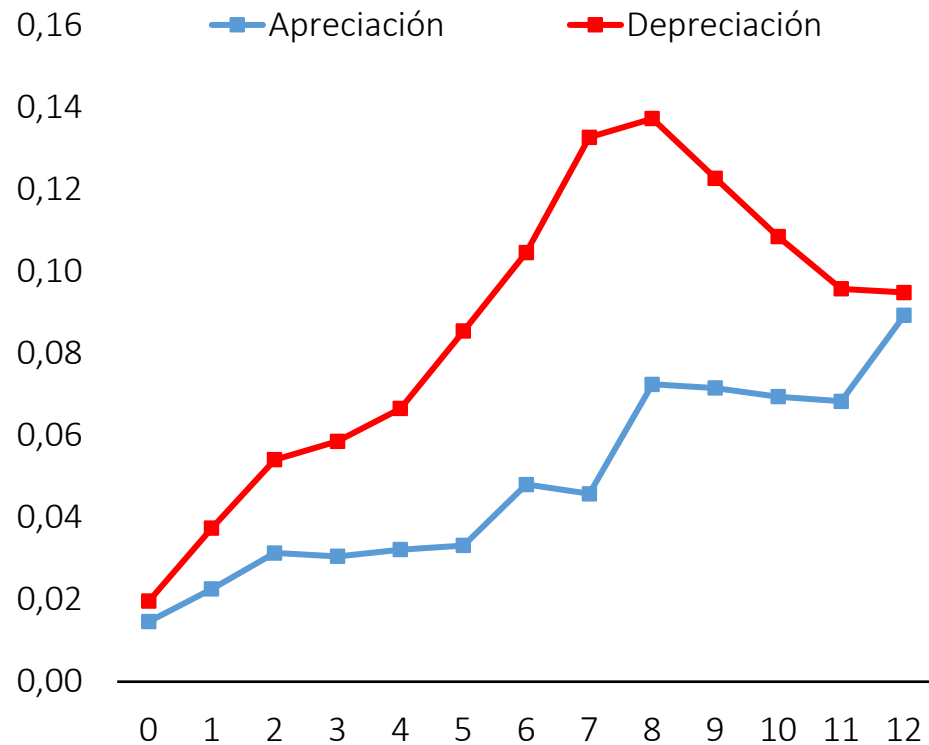
(*) Bandas son percentiles de 25 y 75%.
Fuente: Fuente: Barrero *et al.* (2023).

Escenario local: inflación



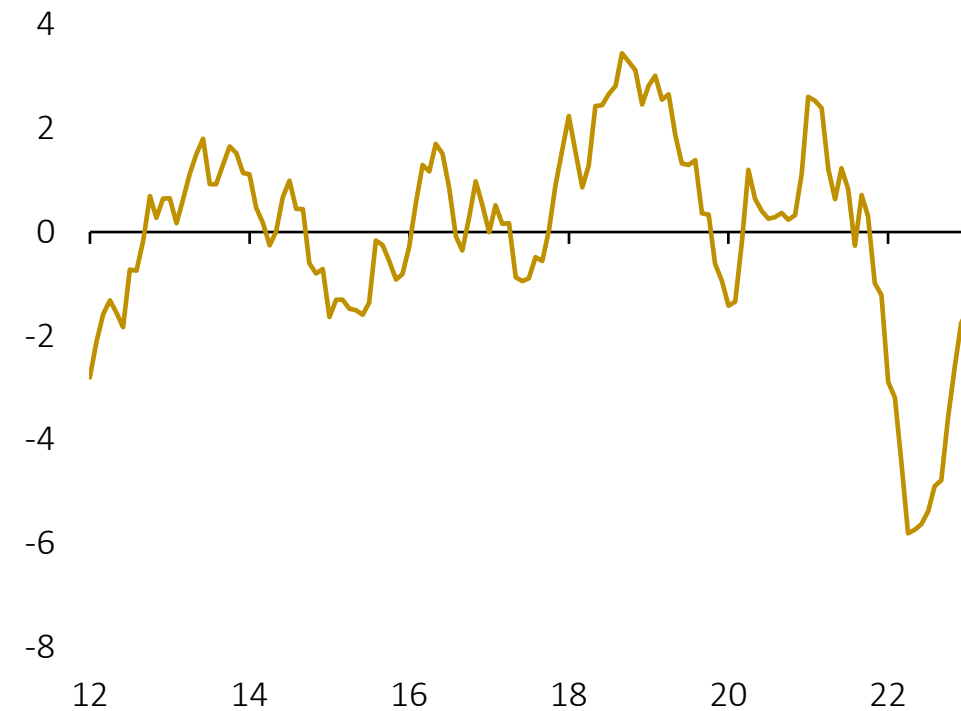
Estimaciones del coeficiente de traspaso cambiario en base a microdatos

(porcentaje cambio precios de +/-1% TC)



Componente cíclico de los márgenes agregados

(promedio móvil de tres meses, porcentaje)



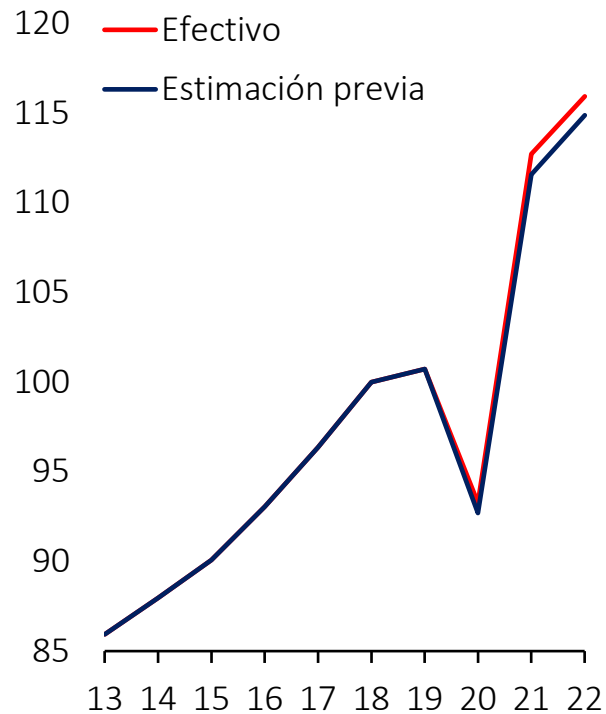
Fuentes: Arenas *et al.* (2023) y Acevedo *et al.* (2023)

Escenario local: actividad

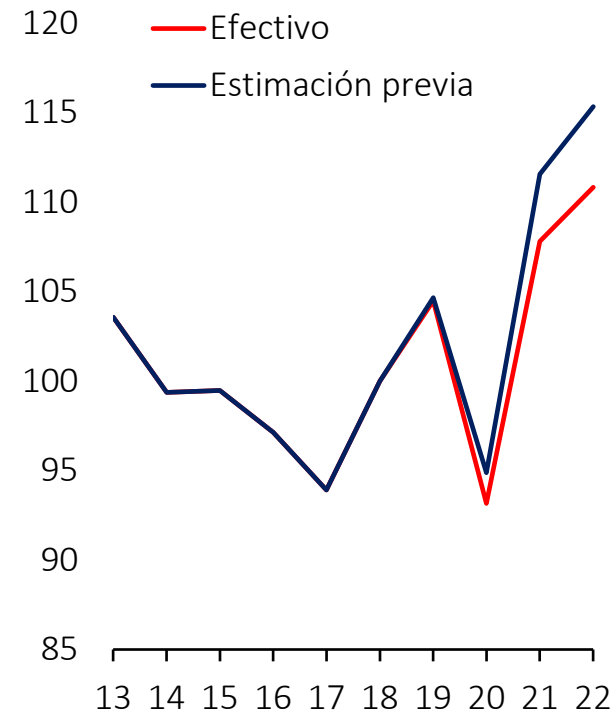


Demanda interna (*)
(índice 2018=100, serie real)

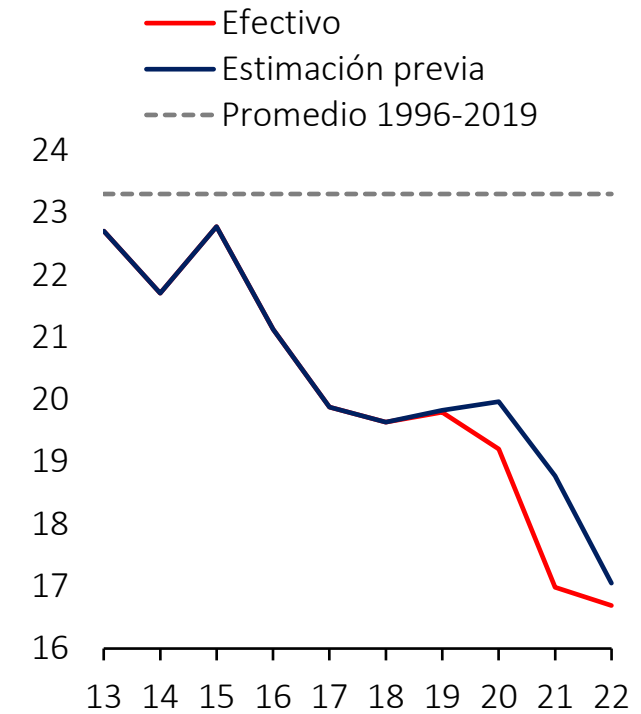
a) Consumo privado



b) Inversión



Ahorro nacional
(porcentaje del PIB nominal)



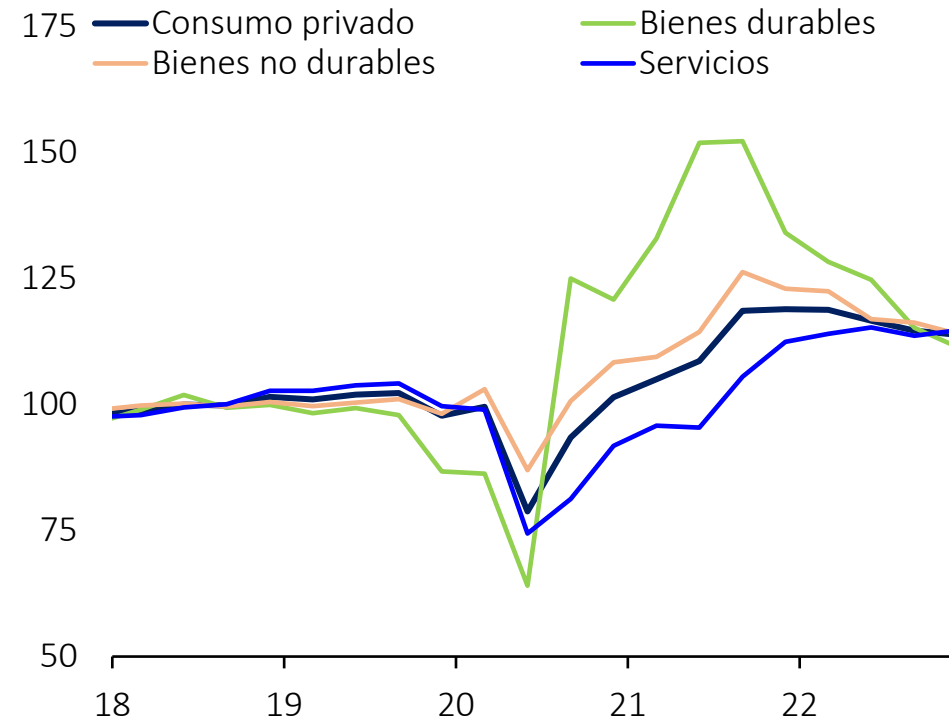
(*) Series reales originales. Para 22.T4 de la serie de estimación previa (disponible hasta 22.T3) se utiliza variación anual de la serie publicada actualmente.
Fuente: Banco Central de Chile.

Escenario local: actividad



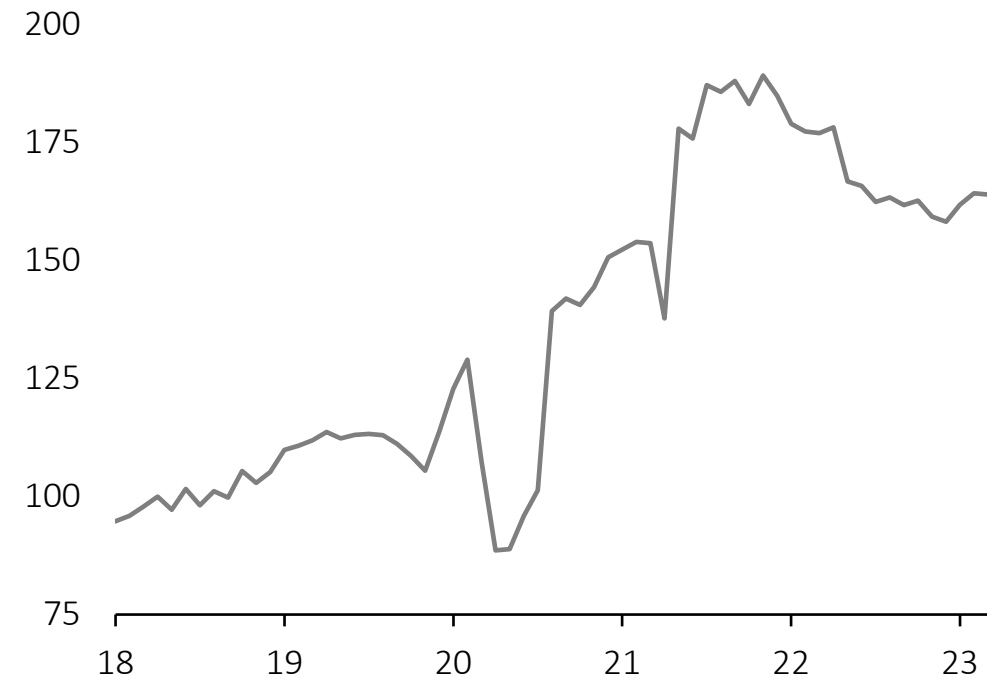
Consumo privado

(índice 2018=100, series desestacionalizadas)



Gasto en bienes y servicios (*)

(índice 2018=100, serie real desestacionalizada)



(*) Ventas a residentes. Los datos presentados en el gráfico pueden estar sujetos a rectificación en función de posibles correcciones o actualizaciones posteriores.

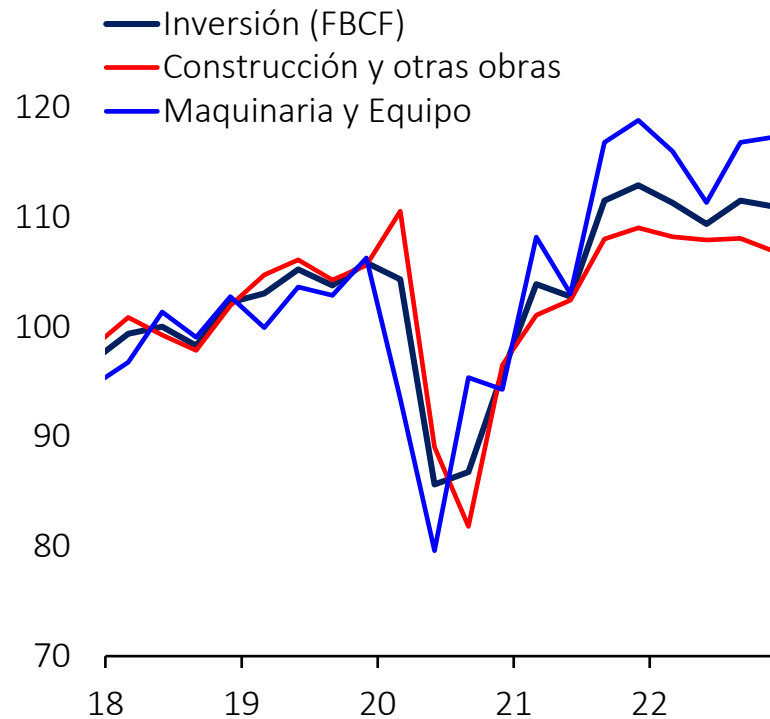
Fuente: Banco Central de Chile y Transbank.

Escenario local: actividad



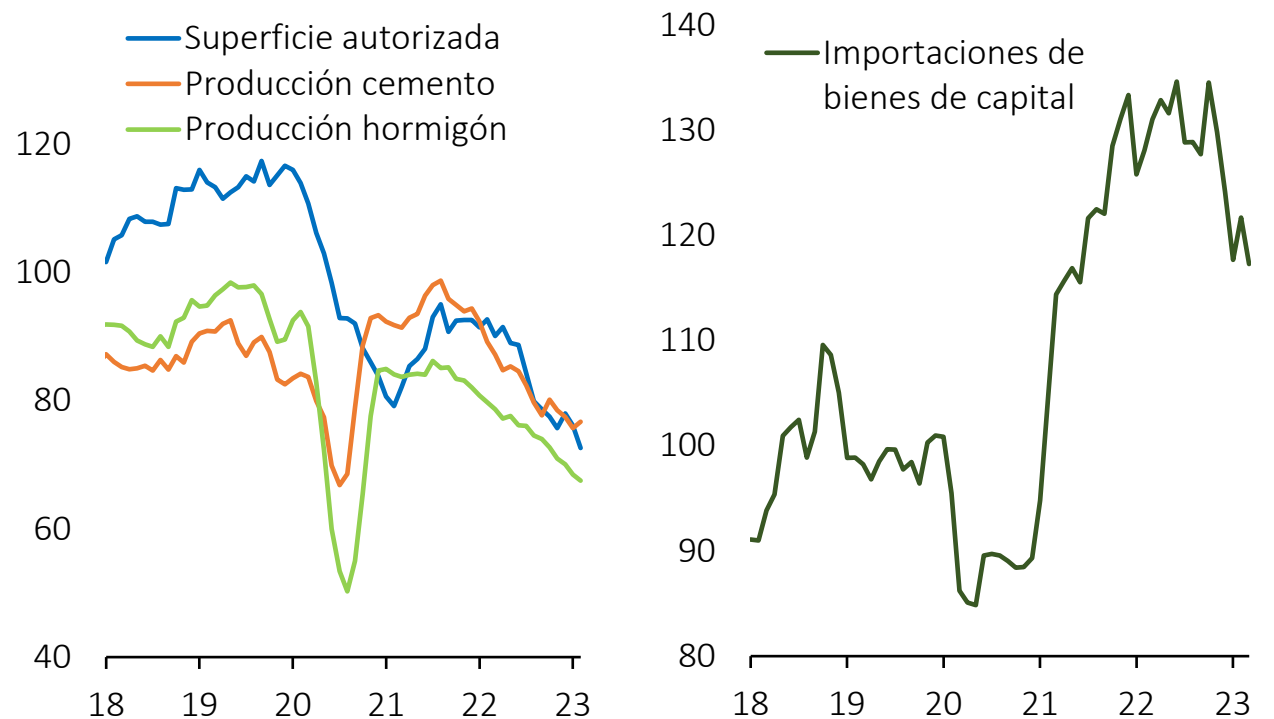
Inversión (FBCF)

(índice 2018=100, series desestacionalizadas)



Indicadores relacionados con la inversión (1)(2)(3)

(índice 2013=100; índice 2018=100)



(1) Series desestacionalizadas. (2) Superficie autorizada está en promedio móvil anual. Producción de cemento y hormigón medidos por el Índice de Producción Industrial (IPI) y corresponden a promedios móviles trimestrales. (3) Serie de importaciones de bienes de capital corresponde a promedio móvil trimestral.

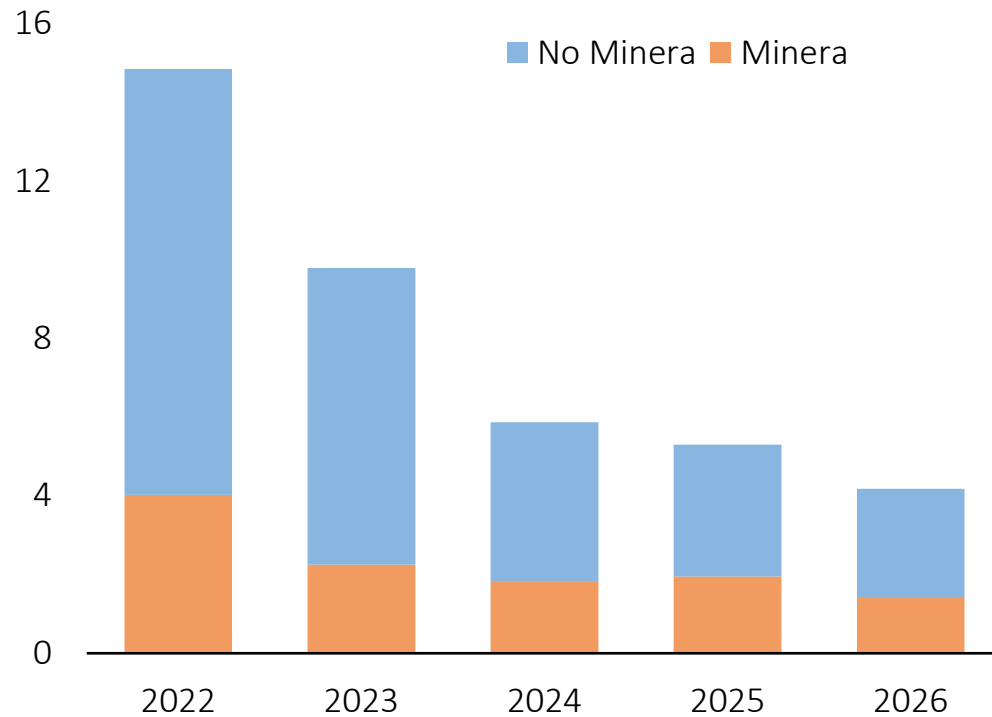
Fuente: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Escenario local: actividad



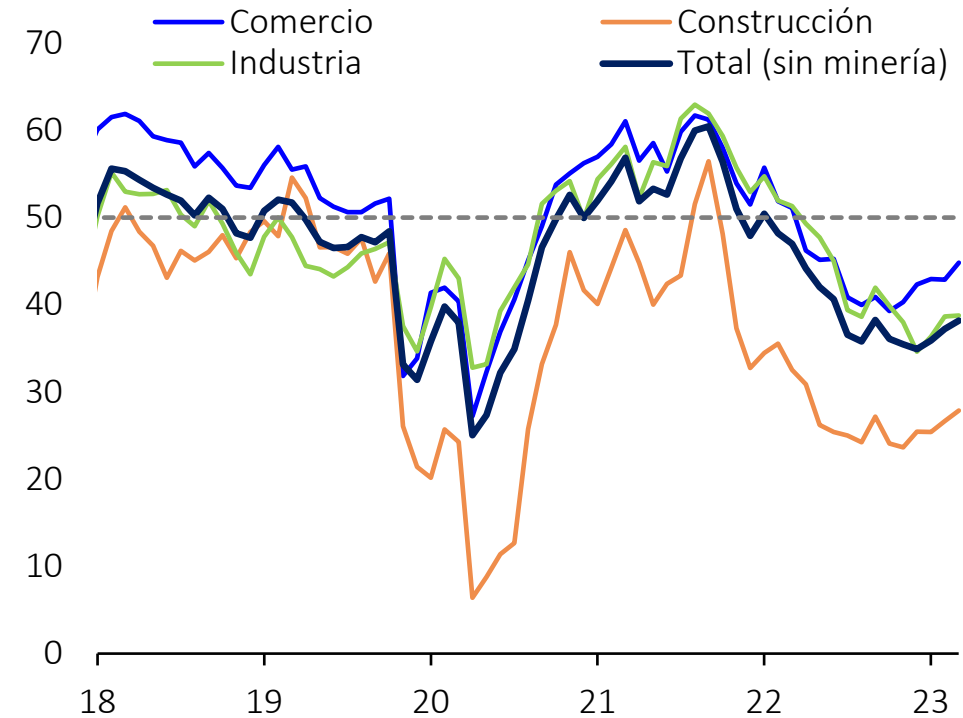
Montos de inversión CBC 1T.23

(miles de millones de dólares)



Expectativas de las empresas (IMCE) (*)

(índice)



(*) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

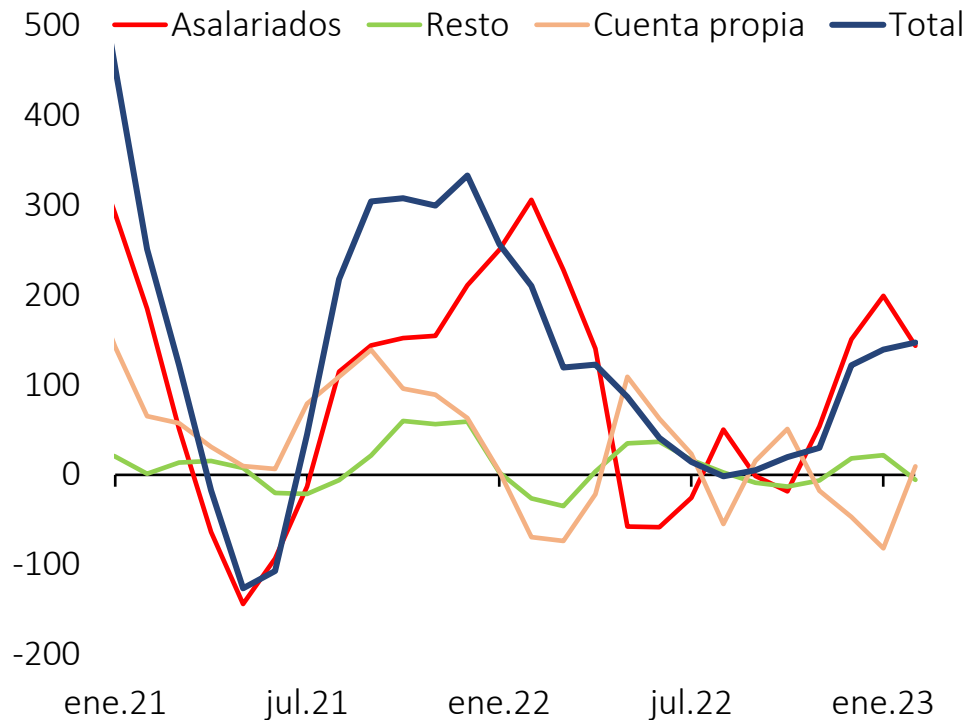
Fuentes: Corporación de Bienes de Capital e ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

Escenario local: empleo



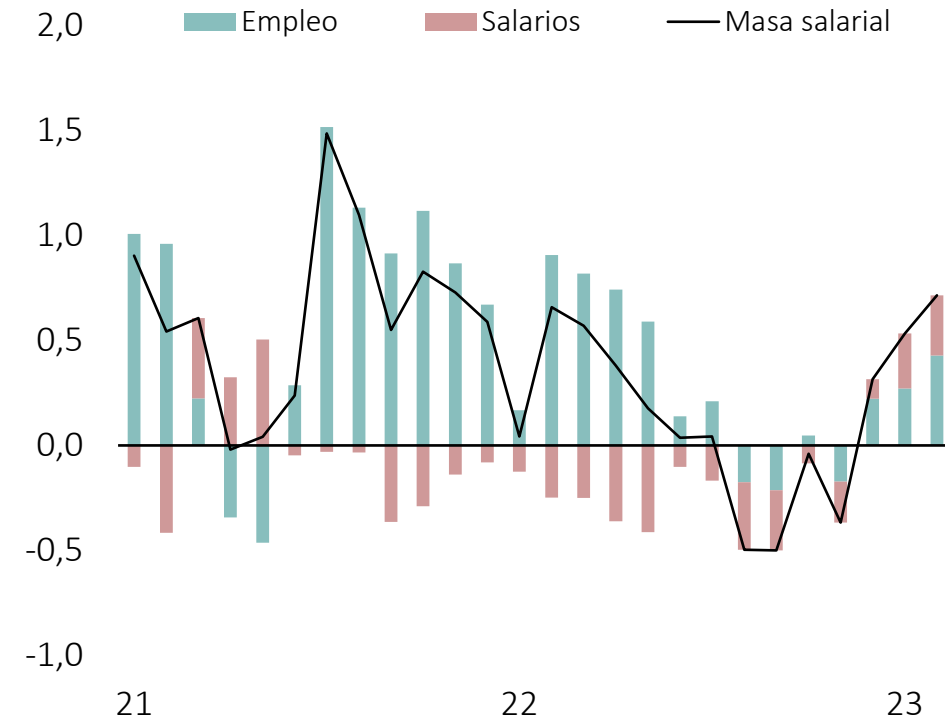
Creación de empleo por categorías (1)

(acumulado en tres meses, miles de personas)



Masa salarial real (2)

(porcentaje, contribuciones a la variación mensual, desestacionalizado)

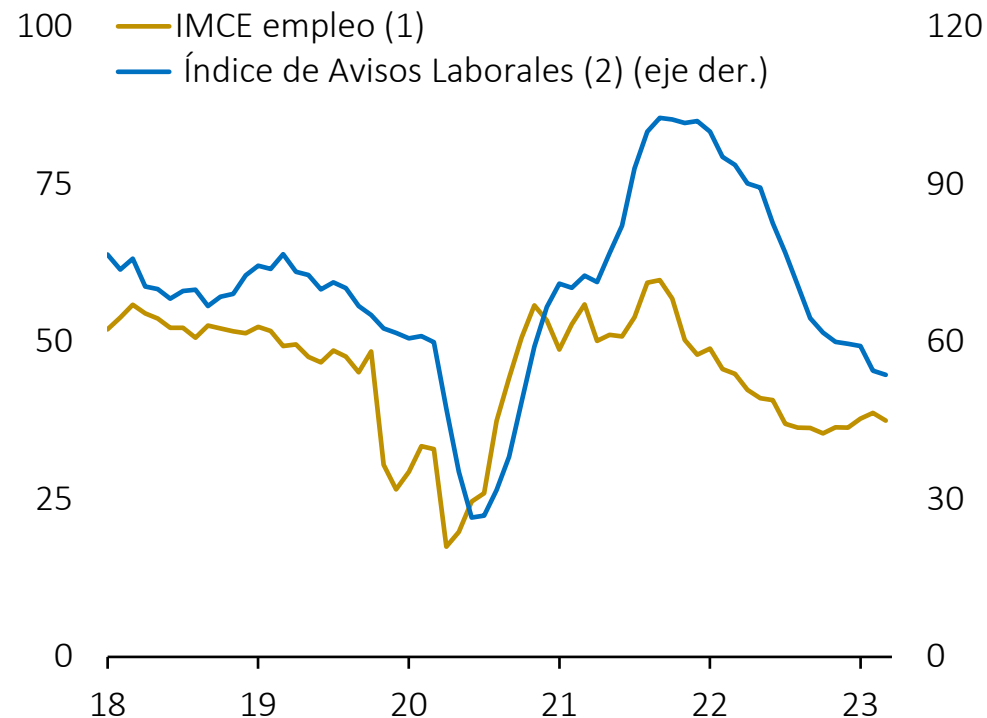


(1) Total incorpora trabajadores por cuenta propia, asalariados, empleadores, personal de servicio y familiar no remunerado. (2) Cálculo en base a series desestacionalizadas de CMO real, horas habituales trabajadas y ocupación. Fuente: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

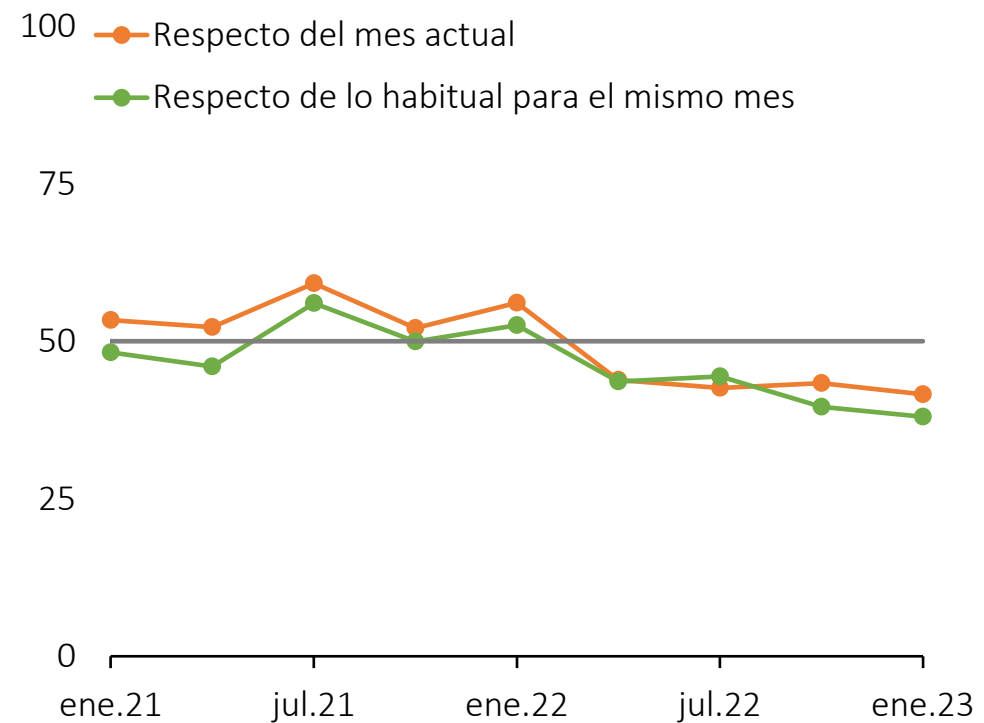
Escenario local: empleo



IMCE empleo e Índice de Avisos Laborales de Internet
(índice; índice ene.15=100)



Percepción de la dotación esperada a un año plazo (3)
(índice de difusión)

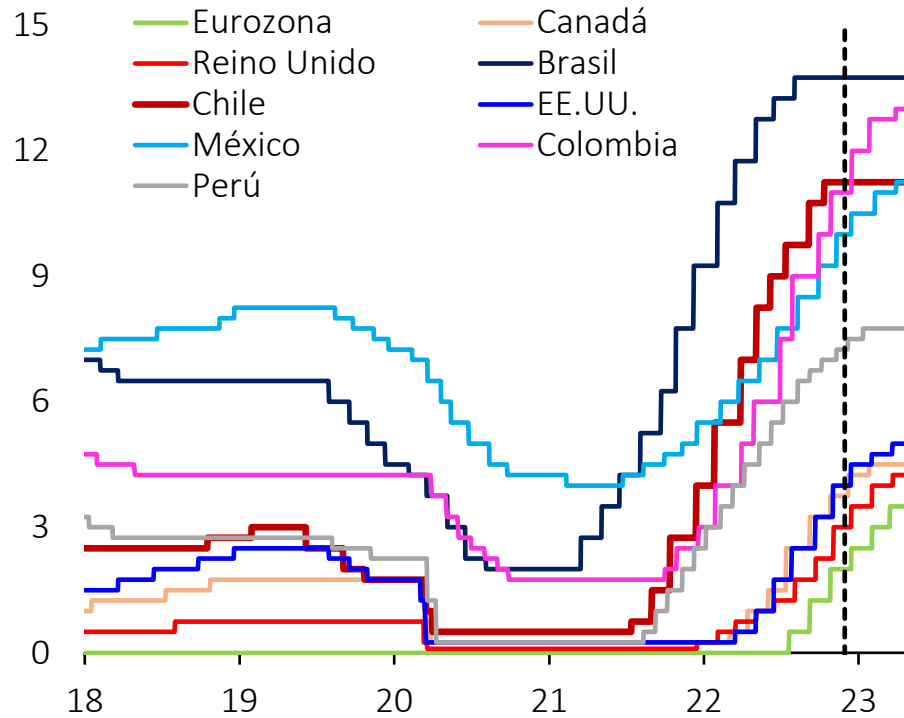


(1) Promedio de los indicadores de empleo en comercio, industria y construcción. Un valor bajo (sobre) 50 puntos refleja expectativas de caídas (aumentos) del número de trabajadores en los siguientes tres meses. (2) Promedio móvil de tres meses. (3) Valores sobre (bajo) 50 representan una mayor proporción de respuestas de aumento (disminución). La ponderación por tamaño incorpora la importancia económica de las empresas en el índice, dándole un mayor peso a las respuestas de las empresas con mayor participación en el valor agregado. Fuentes: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez y Banco Central de Chile.

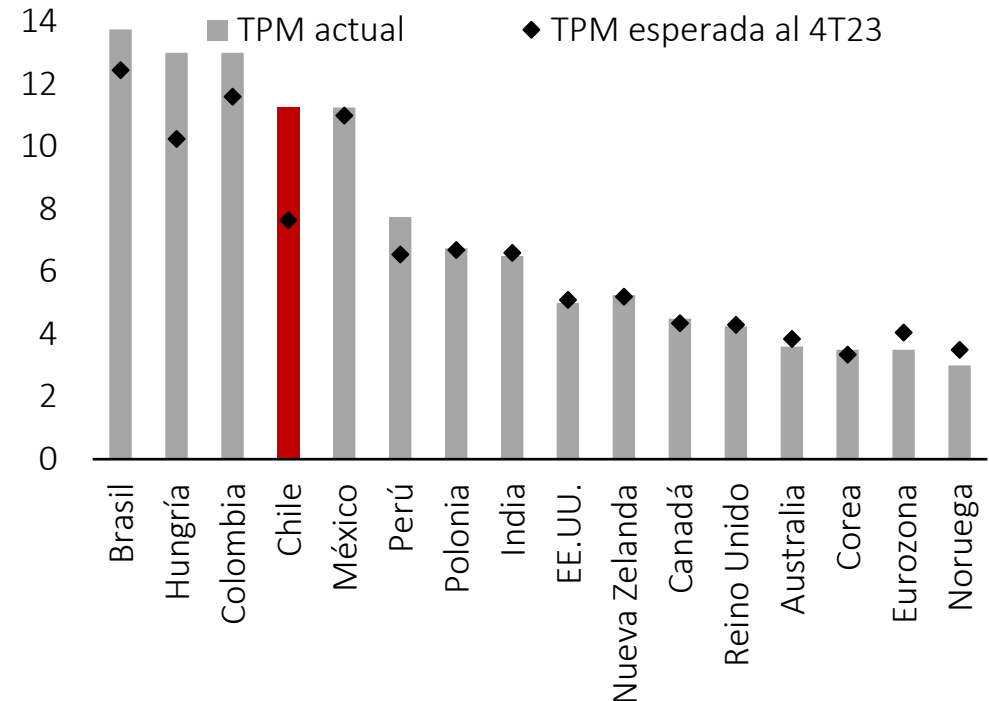
Escenario local: política monetaria



Tasas de política monetaria (*)
(puntos porcentuales)



TPM global y expectativas
(puntos porcentuales)



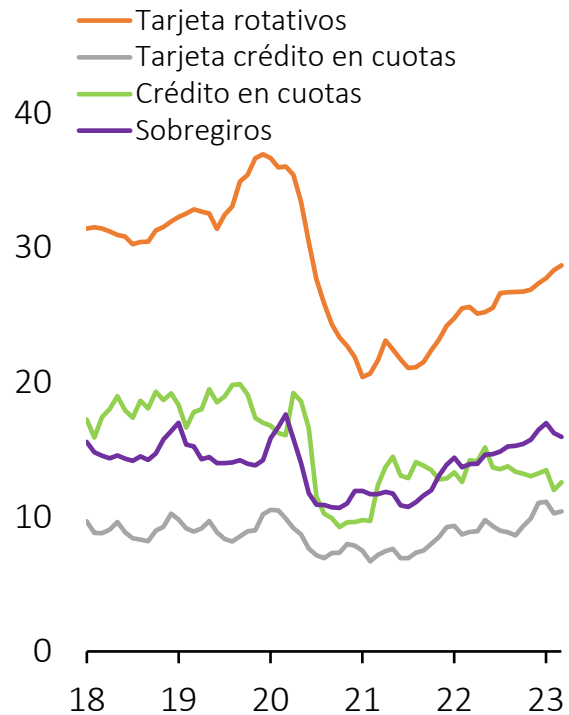
(*) Línea vertical punteada corresponde al cierre estadístico del IPoM de diciembre 2022.
Fuente: Bloomberg.

Escenario local: crédito



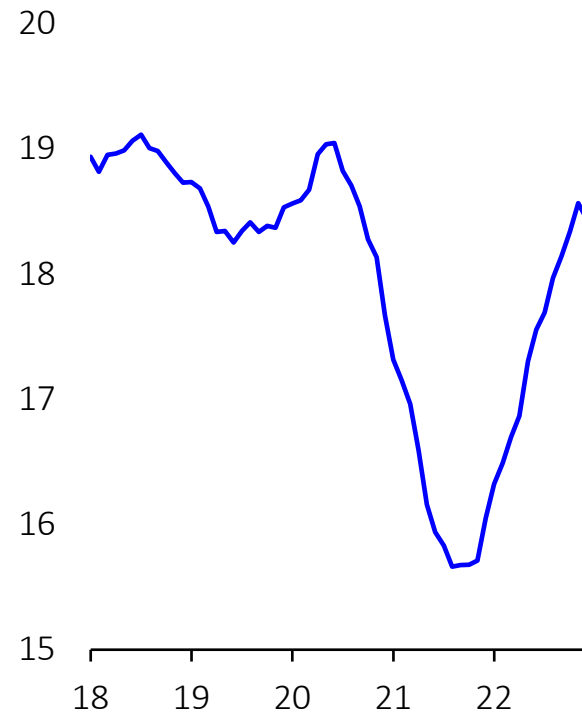
Flujos de crédito de consumo reales

(millones de UF, promedio móvil trimestral)



Carga financiera bancaria de los hogares (1)

(porcentaje de los ingresos mensuales, promedio móvil anual)



Indicadores de Morosidad de 90 días o más en la cartera de consumo (2)

(razón, porcentaje)



(1) Carga financiera bancaria estimada para el deudor asalariado mediano, sobre ingresos totales mensuales. (2) Colocaciones a costo amortizado, serie a nivel de Sistema Bancario consolidado. Fuentes: Banco Central de Chile, CMF y SUSESO.

Escenario local: bancos



El modelo de negocio bancario predominante en Chile es de carácter tradicional. Está focalizado en el otorgamiento de crédito sobre una base más diversificada de financiamiento y una adecuada gestión de descalces de plazos.



El marco regulatorio ha sido actualizado y considera estándares de Basilea III en capital y liquidez para todos los bancos.



Todos los bancos están sujetos a exhaustivos procesos anuales de supervisión de gestión de riesgos, y de suficiencia de capital, liquidez y transparencia

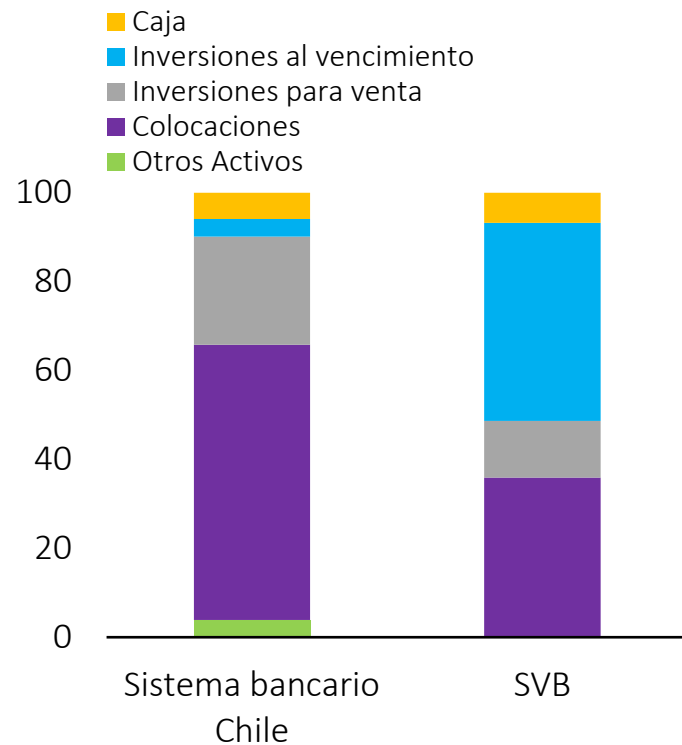


Además, tanto el Banco Central como la CMF realizan un seguimiento permanente de la capacidad de la banca para resistir eventos adversos a través de pruebas de tensión.

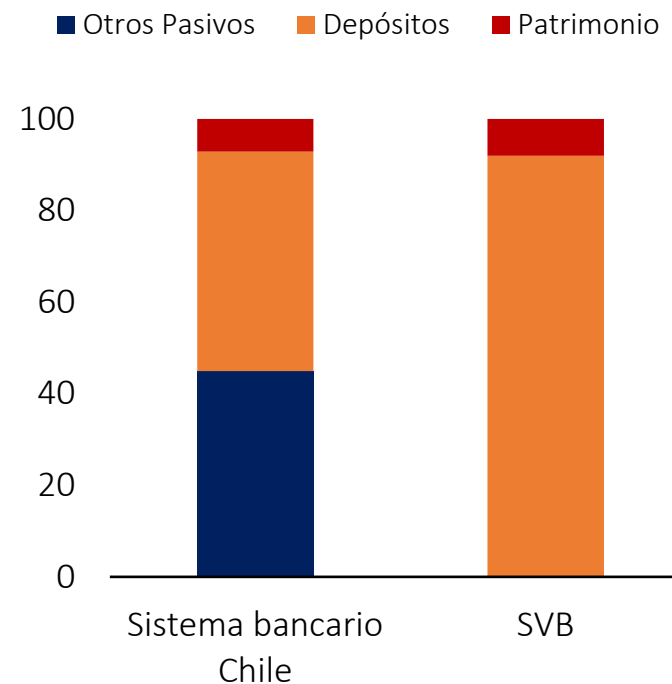
Escenario local: bancos



Composición de activos (*)
(porcentaje del total de activos)



Composición de pasivos
(porcentaje del total de pasivos)



(*) Activos Sistema Bancario Chile (CMF)

Caja: efectivo y depósito en bancos

Inversiones al vencimiento: instrumentos de deuda a costo amortizado

Inversiones para venta: instrumentos de deuda a valor razonable e instrumentos derivados

Colocaciones: créditos comerciales, crédito a personas (consumo y vivienda), adeudado por bancos

Otros activos: depósitos en BCCh, derechos por pactos (repo y préstamos de valores), activos intangibles, activos fijos y otros.

Fuentes: Comisión para el Mercado Financiero y U.S. Securities and Exchange Commission.